

Krzysztof Rybiński

Globalizacja w trzech odsłonach

Wprowadzenie. W jakim celu powstała ta książka i do kogo jest adresowana?

Część 1. Outsourcing, offshoring i networking, jako przyczyny pojawienia się *homo sapiens globalus* w XXI wieku.

Część 2. Globalne nierównowagi.

Część 3. Polityka pieniężna w globalnej gospodarce.

Część 2. Globalne nierównowagi.

Spis treści części 2.

- Rozdział 1. Wprowadzenie.
- Rozdział 2. Wcześniejsze globalne nierównowagi oraz niektóre wątki polskiej dyskusji o globalizacji.
- Rozdział 3. Teorie wyjaśniające powstanie globalnych nierównowag.
- Rozdział 4. Zestawienie hipotez i próba wyjaśnienia genezy globalnych nierównowag.
- Rozdział 5. Możliwe konsekwencje globalnych nierównowag – synteza literatury.
- Rozdział 6. Podsumowanie i wnioski.

Motto

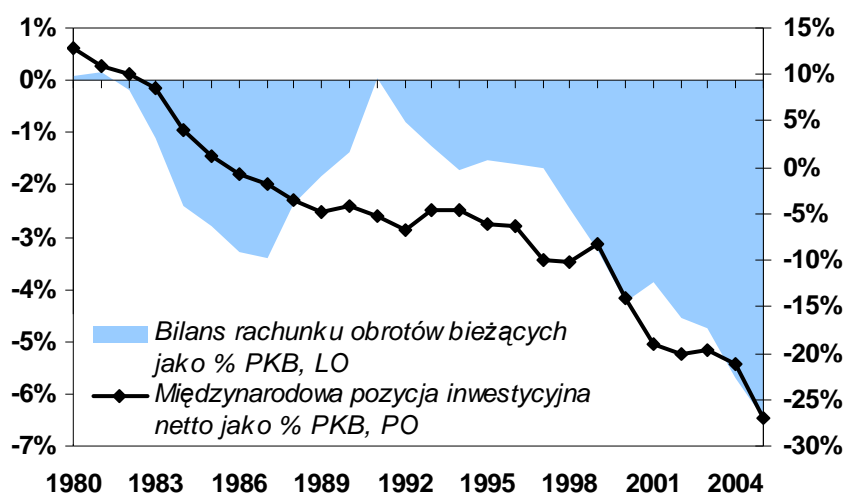
„Każda nietrwąca sytuacja ma swój koniec”. Herbert Stein, były szef rady doradców ekonomicznych prezydenta USA

„Niestabilna sytuacja może przetrwać znacznie dłużej niż się wszystkim wydaje, ale jeżeli zacznie się zbliżać ku końcowi, to koniec może nastąpić w sposób znacznie bardziej dynamiczny niż się oczekuje.” Rudiger Dornbusch

1. Wprowadzenie

W 2005 roku deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych osiągnął 6.5% PKB, a wiele prognoz banków inwestycyjnych wskazuje, że będzie się dalej pogłębiał w 2006 i 2007 roku¹. Stany Zjednoczone mają ujemny deficyt obrotów bieżących od dwóch dekad, jednak dynamika powiększania się tego deficytu przybrała na sile w ostatnich latach, co spowodowało, że ujemna pozycja inwestycyjna netto największej gospodarki świata prawdopodobnie zbliżyła się do 30% PKB w 2005 roku, i według wszystkich dostępnych prognoz będzie się dalej szybko pogarszała. Tak znaczna przewaga pasywów międzynarodowych nad aktywami należy do rzadkości, szczególnie w przypadku dużych gospodarek.

Wykres 1. Deficyt obrotów bieżących i międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Stanów Zjednoczonych



Źródło: Bureau of Economic Analysis.

¹ Według World Economic Outlook opublikowanego przez MFW we wrześniu 2005 roku prognozowany deficyt obrotów bieżących USA wyniesie 759 mld USD w 2005 roku i wzrośnie do 805 mld USD w 2006 roku, obie wartości odpowiadają 6.1% prognozowanego PKB. Jednak niektóre nowsze prognozy banków inwestycyjnych wskazują na wzrost prognozowanego deficytu obrotów bieżących do poziomu 6.5% PKB w 2005 roku i do ponad 7% PKB w 2006 i 2007 roku. Np. HSBC(2006) prognozuje że deficyt obrotów bieżących USA wyniesie 7.9% PKB w 2007 roku, chociaż są również prognozy wskazujące na stabilizację deficytu na poziomie 6-6.5% PKB, jak np. Barclays Capital (2006), czy najnowsza wersja Word Economic Outlook z kwietnia 2006.

Duży deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych wiąże się ze ujemnymi oszczędnościami gospodarstw domowych i silnym wzrostem cen nieruchomości, które w ostatnich latach wystąpiły nie tylko w Stanach Zjednoczonych ale we wszystkich krajach anglosaskich². Ponadto, deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych w znacznej części jest finansowany zakupami amerykańskich papierów dłużnych przez banki centralne krajów azjatyckich oraz w latach 2004-2005 w coraz większym stopniu przez instytucje publiczne zarządzające rezerwami walutowymi w krajach eksportujących ropę naftową. Rezerwy dewizowe znacząco wzrosły w ostatnich latach. Na przykład w Chinach rezerwy Ludowego Banku Chin wzrosły ze 166 mld dolarów w grudniu 2000 roku do 819 mld dolarów w grudniu 2005 roku i oraz do ponad 850 mld dolarów w marcu 2006. To oznacza, że pod względem wielkości rezerw dewizowych Chiny wyprzedziły Japonię, której rezerwy w grudniu 2005 roku wynosiły 847 mld dolarów. Powszechnie oczekuje się, że chińskie rezerwy walutowe przekroczą 1 bilion dolarów w 2006 roku³.

Tabela 1. Kraje o największym przyroście rezerw dewizowych od grudnia 2000 do grudnia 2004.

| | | Grudzień 2000 | Grudzień 2004 | Zmiana | |
|--------------------|--------------|------------------|------------------|-------------|--------------|
| | | (mld USD) | (mld USD) | (mld USD) | (%) |
| Poszczególne kraje | | | | | |
| 1 | Japonia | 347.2 | 824.3 | 477.1 | +137% |
| 2 | Chiny | 165.6 | 609.9 | 444.4 | +268% |
| 3 | Tajwan | 106.7 | 241.7 | 135.0 | +126% |
| 4 | Korea | 95.9 | 198.2 | 102.3 | +107% |
| 5 | Rosja | 24.3 | 120.8 | 95.6 | +398% |
| 6 | Indie | 37.3 | 125.2 | 87.9 | +236% |
| 7 | Malezja | 28.6 | 65.4 | 36.8 | +129% |
| 8 | Singapur | 79.7 | 111.5 | 31.8 | +40% |
| 9 | Algieria | 11.9 | 43.1 | 31.2 | +262% |
| 10 | Meksyk | 35.1 | 62.8 | 27.6 | +79% |
| | Razem | 932 | 2403 | 1471 | +158% |
| | OPEC | 113 | 189 | 76 | +67% |
| | Świat | 1909 | 3714 | 1805 | +94% |

Źródło: MFW i źródła krajowe

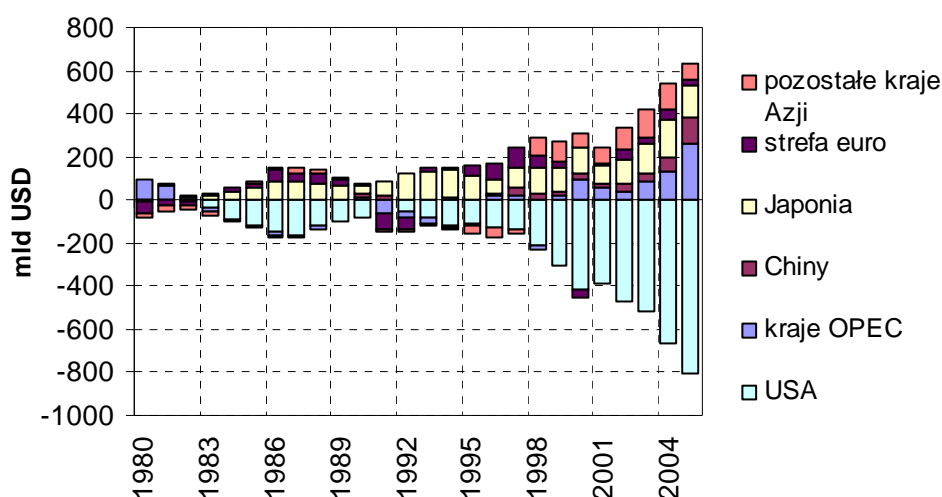
² Obszerne omówienie rynków nieruchomości znajduje się w pracy Ahearne (2005), opublikowanej przez Radę Gubernatorów Rezerwy Federalnej. Literatura na temat rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych jest bardzo obszerna, dokładne omówienie tego rynku wykracza jednak poza zakres tematyczny tego artykułu, rynek nieruchomości będzie omówiony tylko w takim stopniu w jakim bezpośrednio wiąże się z globalnymi nierównowagami.

³ Jeżeli uwzględnimy fakt, iż Chiny wykorzystały 60 mld dolarów z rezerw dewizowych w celu dokapitalizowania dwóch banków komercyjnych, to już w marcu 2006 roku rezerwy Ludowego Banku Chin przekraczały 900 mld dolarów.

Nie istnieje jedna, zaakceptowana przez większość ekonomistów definicja pojęcia globalnych nierównowag⁴. W literaturze ekonomicznej ostatnich lat większość odniesień do problemu globalnych nierównowag dotyczy właśnie zjawisk opisanych powyżej, więc na potrzeby tego artykułu przyjmuję, że ilekroć będzie mowa o **globalnych nierównowagach** będzie to oznaczało łączne występowanie następujących czynników:

- Wysoki deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych;
- Ujemne oszczędności gospodarstw domowych w krajach anglosaskich, szczególnie w Stanach Zjednoczonych;
- Silne wzrosty cen nieruchomości w krajach anglosaskich, w niektórych przypadkach mające charakter bąbli spekulacyjnych, które powodują deficyt oszczędności sektora prywatnego, rosnący deficyt w obrotach bieżących i szybki wzrost zadłużenia zagranicznego kraju;
- Akumulacja rezerw dewizowych przez instytucje sektora publicznego w krajach azjatyckich i w krajach eksportujących ropę naftową, na skalę nie mającą precedensu;

Wykres 2. Deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych oraz struktura geograficzna finansującego ten deficyt nadwyżki obrotów bieżących w latach 1980-2005.



Źródło: MFW, *World Economic Outlook*

⁴ W 1984 roku Institute for International Economics zorganizował konferencję naukową w której uczestniczyli przedstawiciele ponad pięćdziesięciu instytucji naukowo-badawczych z dwudziestu pięciu krajów. Po raz pierwszy tak wiele instytucji badawczych zajmujących się sprawami międzynarodowymi stosunkami gospodarczymi dyskutowało nad wyzwaniem dla światowej gospodarki. Tytuł konferencji brzmiał „Globalne nierównowagi ekonomiczne”. Wówczas ten termin oznaczał trzy typy problemów: ograniczenia i niespójność krajowych polityk makroekonomicznych, słabości strukturalne i zagadnienia związane z polityką handlową. Omówienie artykułów z tej konferencji znajduje się w pracy Bergsten (1985).

Kombinacja powyższych czynników, która jest nowym, do tej pory nie obserwowanym zjawiskiem w historii gospodarczej świata sprawiła, że rozpoczęła się debata ekonomiczna która dotyczy dwóch kwestii. Po pierwsze podejmuje się próby wyjaśnienia, w jaki sposób globalne nierównowagi się pojawiły. Po drugie, zarówno akademicy ekonomiści jak i stratedzy w bankach inwestycyjnych starają się ocenić, jakie są możliwe scenariusze dalszego rozwoju wydarzeń. Czy globalne nierównowagi są normalnym zjawiskiem w globalnej gospodarce i mogą się dalej pogłębiać bez szkody dla perspektyw długookresowego globalnego wzrostu, czy też może dojść do znaczącej korekty tych nierównowag, a jeśli tak, to jaki będzie mechanizm tej korekty i jakie będą jej konsekwencje dla globalnego wzrostu?

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie głównych nurtów debaty nad przyczynami i konsekwencjami globalnych nierównowag. Na razie w toczącej się debacie⁵ nie widać aby pojawił się jeden dominujący pogląd, ciągle pojawiają się nowe wątki, nowe próby wyjaśnienia zjawiska globalnych nierównowag i nowe prognozy dalszego rozwoju sytuacji. W niniejszym artykule podjęto próbę usystematyzowania hipotez dotyczących globalnych nierównowag, pokazano ich mocne i słabe strony, oraz przedstawiono najbardziej prawdopodobne zdaniem autora wyjaśnienie zjawiska globalnych nierównowag.

Struktura niniejszego artykułu przedstawia się następująco. W drugim rozdziale przedstawiono te wątki dyskusji dotyczące nierównowag lat osiemdziesiątych i wcześniejszych, które wiążą się z obecną sytuacją. Krótko przedstawiono również stan dyskusji o globalizacji w Polsce odnośnie do wątków, które wiążą się z globalnymi nierównowagami. W trzecim rozdziale przedstawiono główne teorie wyjaśniające w jaki sposób powstały obecne globalne nierównowagi. W czwartym rozdziale zestawiono hipotezy, pokazano jakie części zjawiska globalnych nierównowag są wyjaśniane przez poszczególne hipotezy, a jakie nie są wyjaśnione, oceniono mocne i słabe strony poszczególnych hipotez. Nakreślono także najbardziej prawdopodobny – zdaniem autora – przebieg wydarzeń, który doprowadził do powstania nierównowag. W piątym rozdziale zostały omówione

⁵ Wśród wielu prac na temat globalnych nierównowag i ich konsekwencji można wymienić między innymi: Backus et al. (2005), Bernanke (2005), Blanchard et al. (2004), Buitier (2006), Caballero et al. (2005), Chinn (2005), Clarida et al. (2005), Dabelle, Galati (2005), Edwards (2005), Faruqee et al. (2005), Dooley et al. (2003, 2004, 2005), Gourinchas and Rey (2005), Hausmann i Sturzenegger (2005), Koupartin (2005), Obsfeld i Rogoff (2004, 2005), Truman (2005).

najważniejsze prace oceniające konsekwencje globalnych nierównowag oraz prezentujące możliwe scenariusze wydarzeń.. Pracę kończy podsumowanie i wnioski.

2. Wcześniejsze globalne nierównowagi oraz niektóre wątki polskiej dyskusji o globalizacji.

Jak przedstawiono na wykresie 2 powyżej, deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych pojawił się w latach osiemdziesiątych. Mimo, że sięgnął on wtedy „tylko” nieco ponad trzy proc. PKB stał się przedmiotem szerokiej debaty ekonomicznej, której elementy przewijają się również w debacie nad obecnymi globalnymi nierównowagami. Feldstein (1984) ostrzegał, że jeżeli oba deficyty – budżetowy i handlowy – będą dalej rosły, to wówczas ewentualne dostosowanie może być bardzo kosztowne dla amerykańskiej gospodarki. Według Feldsteina przyczyną deficytu handlowego był duży deficyt budżetowy, który prowadził do wzrostu realnych stóp procentowych i wzmacniał obecny od kilku lat trend aprecjacji dolara. Ponadto począwszy od lat 1982-3 Stany Zjednoczone stały się importerem kapitału. Feldstein argumentował jednak, że dzięki deficytowi obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych poprawiła się globalna alokacja kapitału, oraz, że dzięki temu deficytowi możliwe było większe ożywienie w Europie.

Hooper i Mann (1989) ocenili, że pogorszenie się deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych w latach 1980-1986 może być wyjaśnione dwoma czynnikami: silnym wzrostem krajowych wydatków i PKB w Stanach Zjednoczonych względem reszty świata (tłumaczy deficyt w około jednej-trzeciej) i umocnieniem dolara (odpowiada za dwie-trzecie deficytu). Analiza dokonana przez autorów na podstawie kilku modeli ekonomicznych wskazuje, że efekt kursowy wynikał przede wszystkim z zacieśnienia polityki pieniężnej i poluzowania polityki fiskalnej w Stanach Zjednoczonych wobec zacieśnienia polityki fiskalnej w pozostałych głównych krajach uprzemysłowionych. Z kolei wzrost krajowych wydatków wynikał między innymi z obniżenia prywatnych oszczędności. Autorzy przewidywali, że deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych nie zostanie obniżony dopóki nie nastąpi zdecydowana redukcja deficytu budżetowego i dopóki nie wzrosną prywatne oszczędności.

Współczesną perspektywę historycznych globalnych nierównowag przedstawia Bordo (2005). Między innymi pokazuje, że w latach 1880-1913 utrzymywały się duże nierównowagi w bilansie obrotów bieżących. Takie kraje jak Argentyna, Australia i Kanada miały trwałe

deficyty, przez wiele lat utrzymujące się w granicach 5-10 procent PKB. Z kolei takie kraje jak Wielka Brytania, Francja i Niemcy miały znaczne nadwyżki na rachunku bieżącym. Bordo (2005) pokazuje cztery epizody globalnych nierównowag i sposób w jaki zostały skorygowane, z których dwa epizody zakończyły się załamaniem reżimu walutowego, jeden prowadził do fundamentalnej zmiany tego reżimu, a jeden trwał przez wiele lat bez zakłóceń. Bordo twierdzi, że obecna sytuacja najbardziej przypomina przedwojenny okres standardu złota, oraz że skorygowanie obecnych nierównowag będzie miało charakter stopniowy, podobnie jak to miało miejsce w latach 1980-tych.

Podobnie wnioski odnośnie do perspektyw rozwiązania problemu globalnych nierównowag wyciąga Feldstein (2006), który argumentuje, że ograniczenie deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych w latach 1980-tych było powiązane z deprecjacją realnego efektywnego kursu dolara o 37 procent. Jednak nie spowodowało to wzrostu inflacji w Stanach Zjednoczonych, która tylko nieznacznie przekraczała 3 procent, gdyż przeciwdziałała temu wiarygodna polityka pieniężna. Również sfera realna nie ucierpiała, w okresie deprecjacji dolara stopa bezrobocia obniżyła się z 7.5 procent z 1984 roku do 5.5 procent w 1988 roku, zaś indeks S&P 500 zyskał w tym czasie na wartości 40 procent.

Również Edwards (2006) zauważa, że ograniczenie deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych w latach osiemdziesiątych było związane ze znaczną deprecjacją dolara, która o prawie dwa lata wyprzedzała proces poprawy salda na rachunku bieżącym. W rezultacie deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych obniżył się z 3.7 procent PKB w trzecim kwartale 1987 roku do 1 procent w czwartym kwartale 1990 roku. Edwards zwraca uwagę, że pod koniec okresu dostosowania wzrost gospodarczy spowolnił i nawet przez pewien czas gospodarka amerykańska doświadczyła krótkiej recesji.

Porównanie obecnych globalnych nierównowag do epizodów znanych z historii sięgające najdalej wstecz przedstawia King (2006). W szesnastowiecznej Hiszpanii i w całym ówczesnym świecie jedynym uniwersalnie akceptowanym pieniądzem było złoto. W 1519 Cortes wraz z 600 kompanami i 20 końmi rozpoczął podróż, która zakończyła się zniszczeniem cywilizacji Azteków i która doprowadziła do odkrycia olbrzymich ilości złota. Według Kinga Hiszpanie korzystali z życia, zamieniając złoto uzyskane z grabieży na produkty ciężkiej pracy innych nacji. Tak długo jak Hiszpanie mieli monopol na dostarczanie złota, wygodny dla nich stan rzeczy się utrzymywał. Jednak wkrótce, na skutek działalności holenderskich i brytyjskich żeglarzy – n.p. Sir Francis Drake'a – podaż złota wydatnie się zwiększyła i jego siła nabywcza spadła. King argumentuje, że Hiszpania w szesnastym wieku

miała silny deficyt obrotów bieżących finansowany sprzedażą aktywów – czyli złota. Gdy pojawili się konkurenci i złota przybyło, wówczas na skutek spadku jego siły nabywczej Hiszpanie musieli zmniejszyć konsumpcję finansowaną sprzedażą złota. King argumentuje, że obecna sytuacja Stanów Zjednoczonych jest podobna, gdyż w zamian za towary i usług oferują innym krajom globalną walutę rezerwową. W szesnastym wieku Hiszpania zauroczona konsumpcją szybko traciła konkurencyjność, obecnie pojawiają się coraz liczniejsze głosy, wskazujące na pojawiające się zagrożenia dla konkurencyjności Stanów Zjednoczonych w przyszłości.⁶

W Polsce od pewnego czasu toczy się dyskusja na temat globalizacji, chociaż pierwsze prace poświęcone analizie samego zjawiska globalnych nierównowag pojawiły się dopiero pod koniec 2005 i na początku 2006 roku (Rybiński (2005, 2006a, 2006b, 2006c, 2006d), NBP (2006) i Rubaszek (2006)). Obszerną dyskusję różnych aspektów globalizacji można odnaleźć między innymi w książkach: Małecki et al. (2001), Liberska ed. (2002), Czarny ed. (2004), Kukliński, Pawłowski ed. (2005) i Kukliński, Skuza ed. (2006). Wśród bardzo wielu wątków poruszanych w tych pracach kilka bezpośrednio lub pośrednio wiąże się z problemem globalnych nierównowag.

Gotz-Kozierekiewicz (2002) przedstawia analizę przepływów finansowych pomiędzy różnymi grupami krajów i na różnych rynkach, zwracając uwagę na szybki wzrost obrotów na rynkach instrumentów pochodnych. Przedstawia również dane pokazujące, że w latach 1870-1914 średnie saldo obrotów bieżących w relacji do PKB było wyższe niż w latach następnych, co świadczyło o dużej otwartości światowej gospodarki pod koniec XIX wieku, co również pokazuje, że proces globalizacji handlu i rynków finansowych nie postępował stopniowo i gładko, ale miał zarówno okresy silnego otwarcia się gospodarek jak i okresy wzrostu protekcjonizmu. Kaliński (2004) pokazuje proces globalizacji w perspektywie historycznej, zwracając uwagę między innymi na fakt, że okresy waluty złotej sprzyjały procesowi globalizacji, oraz na fale protekcjonizmu występujące po kryzysach finansowych.

Kukliński (2006) zaproponował definicje sześciu punktów zwrotnych o globalnym znaczeniu w latach 1950-2000: (1) przesunięcie wpływów od krajowych gospodarek do transgranicznych korporacji, (2) przesunięcie wpływów ze sceny lokalnej na scenę globalną,

⁶ Na przykład Friedman (2005) i Gross (2006).

(3) rozpad Związku Sowieckiego i przejęcie przez Stany Zjednoczone roli Rzymu, (4) ukształtowanie się Unii Europejskiej jako ważnego aktora na globalnej scenie, (5) pojawienie się Chin jako globalnego mocarstwa i (6) wzrost wpływów krajów eksportujących ropę naftową. Nieco inną klasyfikację punktów zwrotnych proponuje w tej samej książce Zarycki (2006): (1) śmierć Stalina w 1953 roku, (2) rewolucja kulturalna w 1968 roku, (3) kryzys energetyczny w 1973 roku, (4) wybór Polaka na papieża w 1978 roku, (5) upadek imperium sowieckiego w latach 1989-1991. Jak widać możliwe są różne klasyfikacje, na przykład rosnąca rola eksporterów ropy naftowej wynika tylko i wyłącznie z wysokiej ceny ropy, która może gwałtownie spaść gdy pojawią się alternatywne źródła energii. Jednak wydaje się, że kolejnym symbolicznym punktem zwrotnym w historii może stać się rok 2006, w którym Chiny staną się krajem o największych rezerwach walutowych przekraczających bilion dolarów. Jak przedstawiono w niniejszym artykule, trudno jest obecnie ocenić, czy będzie to punkt zwrotny poprzedzający okres silnego globalnego wzrostu i postępującej integracji gospodarek, czy raczej okres narastających protekcjonizmów, spowolnienia wzrostu czy nawet globalnej recesji.

3. Teorie wyjaśniające powstanie globalnych nierównowag

Chronologicznie, jednym z pierwszych znaczących artykułów, który zwrócił uwagę na rosnący deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych była praca Obstfeld, Rogoff (2000a). Autorzy już wtedy zwracali uwagę, że pojawiają się głosy nawiązujące do globalizacji rynków finansowych i do doktryny Lawsona, zwracające uwagę na duże możliwości globalnych rynków finansowych w zakresie finansowania znacznego deficytu obrotów bieżących, przy założeniu że są to decyzje sektora prywatnego i wynikają z dobrych perspektyw gospodarki amerykańskiej przy ograniczonym deficycie sektora finansów publicznych. W 1999 roku – kiedy powstawał artykuł deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych wynosił 3.7% PKB i prognozowano jego wzrost do 4.4% PKB w 2001 roku, co uznawano za bardzo wysokie poziomy⁷. Autorzy stwierdzają, że globalizacja rynków finansowych nie jest argumentem, który pozwala na traktowanie tak dużego deficytu obrotów bieżących jako coś naturalnego i łatwego do sfinansowania, oraz że skala globalnej integracji rynków finansowych i przepływów w handlu jest o wiele mniejsza niż skala integracji regionów w poszczególnych krajach. Aby uzasadnić tę tezę wskazują między innymi na *home*

⁷ Szacuje się, że w 2005 roku deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych wyniósł około 6.5% PKB.

*bias*⁸ na rynku akcji – czyli preferowanie gospodarki krajowej - oraz na utrzymywanie się zagadki Feldstein'a-Horioki⁹, chociaż regresje, które autorzy oszacowali wskazują, że siła korelacji między stopą krajowych oszczędności i inwestycji w krajach OECD osłabła w porównaniu z szacunkami Feldstein-Horioka (1980). Autorzy przedstawiają również wyniki badań świadczących o istnieniu preferencji dla gospodarki krajowej w handlu, na przykład McCallum (1995) pokazał, że dla typowej prowincji kanadyjskiej skala wymiany handlowej z innymi prowincjami kanadyjskimi jest 20-krotnie większa niż ze Stanami Zjednoczonymi, chociaż późniejsze badania, jak np. Wei (1998) i Evans (2000) wskazywały że preferowanie gospodarki krajowej w handlu towarami dla różnych krajów OECD jest w przedziale od 2.5 do 10.

Biorąc pod uwagę tak silne preferowanie gospodarki krajowej w sposobie inwestowania i w obrocie handlowym nie można, zdaniem autorów argumentować, że deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych z resztą świata jest podobny do deficytu Kalifornii z resztą stanów w Ameryce. Autorzy przedstawiają prosty model, który wyjaśnia wiele ze wspomnianych zjawisk jako efekt istnienia kosztów handlowych. Przy założeniu standardowej substytucji między dobrami krajowymi i zagranicznymi wprowadzenie kosztów w obrocie handlowym rzędu 10 procent może zwiększyć współczynnik preferencji dla gospodarki krajowej w wysokości 400-500 procent. Nieco mniej intuicyjne jest wytłumaczenie preferencji dla gospodarki krajowej na rynku aktywów również kosztami w handlu¹⁰, natomiast z punktu widzenia obecnej debaty o globalnych nierównowagach warto wspomnieć o opisywanej przez autorów relacji między bilansem obrotów bieżących a realną stopą procentową.

Założmy, że mieszkańcy danego kraju mają taką strukturę czasową preferencji konsumpcji, że wolą dużo konsumować w pierwszym okresie, co oznacza konieczność pożyczania w tym

⁸ Ang. home bias oznacza, że rezydenci inwestują oszczędności głównie w krajowe aktywa finansowe. Z dalszej części pracy przyjąłem tłumaczenie tego zjawiska zasugerowane przez prof. A. Sławińskiego jako „preferowanie gospodarki krajowej”.

⁹ W pracy Feldstein-Horioka (1980) oszacowano korelację między krajowymi stopami oszczędności i stopami inwestycji w latach 1960-1974 na 0.89, ten szacunek w pracy Obstfeld, Rogoff (2000) dla lat 1990-1997 wyniósł 0.60, a po włączeniu Korei Południowej 0.76. W najnowszej pracy na ten temat, Feldstein (2005) ten współczynnik korelacji stopniowo spada w kolejnych dekadach osiągając tylko 0.19 w dekadzie kończącej się w 2002 roku. Te spadki dotyczą głównie mniejszych krajów (np. Norwegii), ale również szacunki dla dużych krajów pokazują, że korelacja spadła z 0.92 do 0.59.

¹⁰ Formalna analiza tego związku znajduje się w pracy Obstfeld, Rogoff (1996).

okresie i spłacania pożyczek w drugim okresie. W takiej sytuacji spożycie dóbr handlowych¹¹ w pierwszym okresie będzie duże, a w drugim okresie relatywnie małe. To również oznacza, że ponieważ w pierwszym okresie dóbr handlowych będzie dużo w stosunku do dóbr niehandlowych, ceny tych ostatnich będą relatywnie wysokie w pierwszym okresie i niskie w stosunku do dóbr handlowych w drugim okresie, kiedy dług będzie spłacany. Zatem w modelu pożyczanie generuje deflację i podnosi realną stopę procentową, podczas gdy nadwyżka na rachunku bieżącym (gdy kraj jest wierzycielem netto) podnosi inflację i obniża realną stopę procentową. Te zależności są nieliniowe, mały deficyt i mała nadwyżka na rachunku obrotów bieżących nie mają wpływu na stopy procentowe, jednak – jak pokazano w pracy Obstfeld, Rogoff (2000b) duże deficyty i nadwyżki mają znaczący wpływ na realne stopy procentowe. Analiza danych pokazała, że faktycznie taka korelacja występuje dla krajów OECD i że jest znacząca¹². Ostatnie lata pokazały, że narastaniu deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych towarzyszyły jednak nie wysokie, ale bardzo niskie realne stopy procentowe, które przez pewien czas były ujemne, czyli zauważona przez autorów korelacja w tym przypadku nie wystąpiła.

Artykuł Obstfeld, Rogoff (2000a) jest często cytowany w debacie na temat globalnych nierównowag jako pierwszy artykuł, który zwrócił uwagę na możliwe konsekwencje dalszego narastania deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych. Autorzy stwierdzili, że ścieżka narastania deficytu nie może zostać utrzymana, ponieważ rynki nie są w pełni zintegrowane, i że w zależności od dynamiki dostosowania będzie konieczna umiarkowana lub znaczna deprecjacja dolara. Co ciekawe, autorzy w ostatnim zdaniu artykułu ostrzegli, że deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych byłby jeszcze większy gdyby nie nadwyżka budżetowa, oraz że gdy Stany Zjednoczone obniżą podatki, to wówczas pojawi się deficyt budżetowy i skala deficytu może osiągnąć znacznie bardziej nietrwały i ryzykowny poziom.

Od czasu publikacji artykułu Obstfeld'a i Rogoff'a minęło pięć lat, deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych dalej się pogłębia i osiągnął w 2005 roku 6.5% PKB, a ponadto pojawiło się wiele innych nierównowag. Niektóre z nich, jak duży deficyt budżetowy w Stanach Zjednoczonych, autorzy przewidzieli, natomiast bąble na rynkach nieruchomości czy

¹¹ Sformułowanie dobra handlowe jest skrótem oznaczającym towary i usługi które są przedmiotem obrotu w wymianie międzynarodowej.

¹² Obstfeld, Rogoff (2000b) realną stopę procentową liczyli jako różnicę między 3-miesięczną stopą nominalną i bieżącą inflacją.

bezprecedensowa akumulacja rezerw walutowych w krajach rozwijających się to zjawiska, które pojawiły się w tak dużej skali dopiero w ostatnich latach.

Liczba teorii, opisowych lub sformalizowanych, tłumaczących genezę globalnych nierównowag jest znaczna. Poniżej teorie te i przedstawiające je artykuły zostały pogrupowane według tematyki. Najważniejsze próby opisanego procesu powstania globalnych nierównowag można podzielić na następujące:

- powstanie nieformalnego systemu Bretton Woods 2
- globalna nadwyżka oszczędności
- globalna „susza inwestycyjna”
- ujemne oszczędności w Stanach Zjednoczonych – gospodarstwa domowe i deficyt budżetowy
- efekty kryzysu lat 90-tych w krajach azjatyckich, w tym model wzrostu oparty na eksporcie i motyw ostrożnościowy akumulacji znacznych rezerw dewizowych
- wstrząsy wpływające na relatywną atrakcyjność inwestycyjną obszarów gospodarczych
- optymalny poziom deficytu obrotów bieżących w ujęciu międzyokresowym
- teorie kwestionujące poprawność pomiaru

3.1. Powstanie nieformalnego systemu Bretton Woods 2.

Trzech ekonomistów Michael Dooley, David Folkerts-Landau i Peter Garber napisali artykuł, który zapoczątkował bardzo żywą debatę. Autorzy w pracy zatytułowanej „Esej na temat reaktywowanego systemu Bretton Woods”, nawiązują do międzynarodowego systemu finansowego, który istniał w latach 1944-1971. Artykuł rozpoczyna cytat, który bardzo dobrze oddaje charakter opisywanego przez autorów nowego nieformalnego systemu finansowego, który później w literaturze został nazwany jako Bretton Woods 2:

„... Jeżeli miałbym umowę z moim krawcem, że jakiegokolwiek pieniądze, które otrzyma ode mnie tego samego dnia wrócą do mnie w formie pożyczki, to nie miałbym żadnych obiekcji, żeby zamówić u niego znacznie więcej garniturów” (Jacques Rueff, 1965, za Dooley et al. (2003)).

Autorzy przedstawiają argumenty na rzecz analogii pomiędzy obecną sytuacją, a okresem funkcjonowania powojennego systemu Bretton Woods. Wtedy w centrum systemu były Stany Zjednoczone, a na peryferiach Europa i Japonia. Teraz ponownie w centrum są Stany

Zjednoczone, a na peryferiach Chiny i inne kraje azjatyckie. Dzisiejszy system charakteryzuje płynny kurs dolara, brak ograniczeń w przepływie kapitału i rozwinięte rynki finansowe, natomiast peryferie charakteryzuje kontrola przepływu kapitału, strategia rozwoju gospodarczego oparta na eksporcie i ściśle kontrolowany kurs walutowy. Rozmiar peryferii jest wystarczająco duży, żeby bardzo istotnie wpływać na globalne tendencje na rynkach finansowych, takie jak przepływy kapitałowe netto czy kursy walutowe. Podobnie jak w latach 70-tych, tak i teraz gdy kraje peryferyjne osiągną poziom rozwoju zbliżony do centrum nastąpi zmiana reżimu kursowego z kontrolowanego na płynny. Potem, podobnie jak przez dwadzieścia lat po rozpadzie Bretton Woods, nie będzie żadnego globalnego systemu finansowego, aż pojawią się kolejne kraje na peryferiach, które na tyle urosną, żeby zapoczątkować powstanie kolejnego globalnego układu, formalnego lub nieformalnego.

Autorzy wprowadzają koncepcję centrum (Stany Zjednoczone), regionu bilansu handlowego (kraje azjatyckie) i regionu bilansu kapitałowego (Europa, Kanada, Ameryka Łacińska). W krajach regionu bilansu handlowego głównym motorem wzrostu jest eksport do Stanów Zjednoczonych i dlatego duże znaczenie ma utrzymanie kursu walutowego na poziomie wspierającym konkurencyjność eksportu. W tym celu banki centralne krajów regionu kupują dolary i sprzedają lokalne waluty, zaś za nabywane dolary kupują amerykańskie obligacje skarbowe lub inne papiery dłużne denominowane w dolarach. Autorzy uważają, że w interesie gospodarczym peryferii jest utrzymanie tego stanu rzeczy: wysoki eksport do Stanów Zjednoczonych i innych krajów umożliwia szybki wzrost PKB i zatrudnienia, a skupowane w wyniku interwencji walutowych dolary są lokowane w Stanach Zjednoczonych, co obniża oprocentowanie wzdłuż całej krzywej dochodowości. Inwestorzy w Europie też nie przestaną inwestować w Stanach Zjednoczonych, gdyż taka decyzja znacząco umocniłaby euro i obniżyła i tak niski wzrost w Europie. Innymi słowy, system jest stabilny i utrzyma się jeszcze bardzo długo, tak długo aż peryferia osiągną wystarczająco wysoki poziom rozwoju.

Ta koncepcja została rozwinięta w kolejnych pracach tych samych autorów. Warto wspomnieć, że cała seria artykułów Dooley et al. (2004, 2005) ma raczej charakter esejów niż formalnych badań ekonomicznych czy ekonometrycznych. Autorzy potwierdzają swój wcześniejszy punkt widzenia, że interwencje walutowe są częścią strategii rozwoju gospodarczego opartego na eksporcie tanich towarów do centrum, co pozwala utrzymać niską inflację w centrum, a to przyczynia się z kolei do utrzymania niskich rentowności, czyli wysokich cen obligacji amerykańskich i przeciwdziała osłabieniu dolara. Autorzy przekonują,

że nawet zmiana struktury walutowej rezerw dewizowych w bankach centralnych Azji nie zmieni tych zależności, bo odpływ funduszy publicznych z rynku dolara zostanie uzupełniony napływem kapitału prywatnego, co jednak będzie wymagało pewnego osłabienia dolara zgodnie z teorią zrównoważonego portfela¹³, ponieważ nastąpi wzrost premii za ryzyko. Ponadto, autorzy sięgają do klasycznej pracy Hotelling (1931) i pokazują, że taka strategia jest spójna z rozwiązaniem problemu wyczerpujących się zasobów. Według nich Chiny stają przed problemem umożliwienia zatrudnienia około 200 milionów osób, które w najbliższych latach przeniosą się ze wsi do miast. Na początku tego procesu, na skutek bardzo słabo rozwiniętego systemu finansowego i braku *know-how*, jedyną możliwą strategią jest silny wzrost eksportu powiązany z dużymi zagranicznymi inwestycjami bezpośrednimi, które wiążą się z transferem wiedzy, umożliwiając wzrost wydajności i w dalszej perspektywie bardziej zrównoważony rozwój. Autorzy pokazują, że proces rozpoczyna się z bardzo niskim – według międzynarodowych standardów – stosunkiem zasobu kapitału do zasobu pracy, więc pojawiający się inwestorzy zagraniczni mogą osiągać bardzo wysokie zyski, co uzasadnia zgodę na otwarcie ich krajowych rynków na większą penetrację przez tani import z Chin. Rząd Chin musi „wybrać” taką początkową płacę, żeby w procesie przejścia od statusu bycia peryferią do statusu centrum spełnione zostały cztery czynniki:

- krajowa płaca w sektorze przetwórczym zrównała się z płacą światową
- cały nadmiarowy zasób siły roboczej w Chinach (200 mln) został zatrudniony
- zasób kapitału zwiększył się tak, aby osiągnąć średni światowy stosunek kapitału do pracy
- polityczny koszt przesunięcia miejsc pracy do krajów o niskich kosztach wytwarzania w krajach droższych został skompensowany innymi korzyściami, co ma zapobiegać pojawieniu się protekcjonizmu.

Autorzy twierdzą, że taki proces może trwać bardzo wiele lat.

W kolejnym artykule autorzy idą jeszcze dalej w swojej analizie, wskazując, że deficyt w centrum – w Stanach Zjednoczonych – jest integralną i trwałą częścią międzynarodowego systemu walutowego¹⁴. Autorzy nawiązują do literatury kryzysów spłaty zadłużenia, w której pojawia się koncepcja zabezpieczenia należności wierzycieli w postaci oczekiwanych przychodów z tytułu eksportu dóbr i usług. Istotnie jednym z ważniejszych wskaźników uważnie obserwowanych przez inwestorów jest relacja zadłużenia zagranicznego do

¹³ Ang. portfolio balance approach.

¹⁴ Co prawda autorzy nie posuwają się do stwierdzenia, że taka sytuacja jest optymalna, co jest konkluzją innych prac, na przykład Engel, Rogers (2006).

przychodów z eksportu dóbr i usług. W transakcjach finansowych pomiędzy podmiotami z krajów o różnym poziomie ratingu podmiot o niższym ratingu musi przekazać zabezpieczenie podmiotowi o wyższym ratingu na wypadek, gdyby nie był w stanie wywiązać się z zawartej umowy. W tym przypadku, zabezpieczenie jest przekazywane z peryferii do centrum w taki sposób, że peryferia mają nadwyżki a centrum deficyt obrotów bieżących. Autorzy nawet zwracają uwagę, że centrum musi mieć deficyt obrotów bieżących żeby przyjąć zabezpieczenie, które oczywiście przyjmuje postać inwestycji peryferii na rynku obligacji skarbowych i agencyjnych w centrum.

Dobrym przykładem ilustracji tej koncepcji jest prosty model, w którym centrum lokuje inwestycje bezpośrednio w peryferii – a co za tym idzie transferuje kapitał finansowy, kapitał ludzki i organizacyjny, ponosząc ryzyko, że peryferia może odmówić honorowania zawartych umów. Właśnie zabezpieczeniem w takiej sytuacji są lokaty peryferii na rynku obligacji rządowych w centrum, które w odpowiedzi może również odmówić wypłaty należnych odsetek i kapitału.

Autorzy zwracają uwagę, że sytuacja jest analogiczna do transakcji pełnej wymiany dochodów¹⁵, w której to przykładowo strony A i B się umawiają, że w odpowiednim okresie strona A zapłaci stronie B całkowity uzyskany zwrot (zysk kapitałowy i dywidendy) z takiego instrumentu jak indeks giełdowy, a strona B zapłaci stronie A dochód z inwestycji w obligacje. W takiej transakcji strona o mniejszej wiarygodności kredytowej (niższym ratingu) musi dostarczyć zabezpieczenie stronie o większej wiarygodności kredytowej, które pokrywa ryzyko nierozliczenia transakcji na skutek strat z wyceny. W przypadku Chin i Stanów Zjednoczonych transakcja pełnej wymiany dochodów oznacza, że Chiny zobowiązują się wypłacić Stanom Zjednoczonym całkowity zysk z amerykańskich inwestycji bezpośrednich w Chinach, a w zamian Stany Zjednoczone zobowiązują się wypłacić Chinom stałą stopę procentową od aktywów rezerwowych Chin ulokowanych w Stanach. W takiej sytuacji, gdyby hipotetycznie doszło do nacjonalizacji zagranicznych firm w Chinach, straty amerykańskiego sektora prywatnego mogłyby być pokryte przez zatrzymane w Stanach rezerwy dewizowe Chin. Oczywiście, Stany Zjednoczone zatrzymałyby również wszystkie towary wyprodukowane w Chinach i wyeksportowane do Stanów. Autorzy nie stwierdzają tego wprost w swoim artykule, ale naturalną konsekwencją istnienia zabezpieczenia jest większa skłonność do inwestowania centrum na peryferiach. Szybszy wzrost na peryferiach umożliwia stworzenie 200 mln miejsc pracy w Chinach.

¹⁵ Ang. total return swap.

W kolejnych artykułach serii poświęconej Bretton Woods 2 autorzy pokazują również, że absorpcja nadwyżek obrotów bieżących na peryferiach prawie w całości przez Stany Zjednoczone, czyli przez centrum, wynika z faktu, że oczekiwana stopa zwrotu poza Stanami znacząco się obniżyła.

Koncepcja Bretton Woods 2 była bardzo żywo dyskutowana wśród ekonomistów i strategów banków inwestycyjnych i zdania na temat tego, czy jest to dobre wytłumaczenie globalnych nierównowag i na ile trwała jest ta sytuacja były i są mocno podzielone. Bretton Woods 2 stało się również tematem bardzo poważnej dyskusji akademickiej, czego przykładem może być konferencja zorganizowana w lutym 2005 roku przez Bank Rezerwy Federalnej w San Francisco pod tytułem „System Bretton Woods, czy doświadczamy jego reaktywacji?”¹⁶.

Podczas tego seminarium prezentowano szereg artykułów w których kilku znanych ekonomistów zakwestionowało kilka kluczowych elementów tworzących koncepcję systemu Bretton Woods 2. Na przykład Eichengreen (2005) nie zgadza się, że inwestycje Chin na rynku amerykańskich obligacji skarbowych są traktowane przez firmy amerykańskie jako zabezpieczenie ich inwestycji bezpośrednich w Chinach. Autor zauważa, że inwestycje amerykańskie w Chinach rozpoczęły się około 1992 roku, podczas gdy znaczna akumulacja rezerw w centralnym banku Chin miała miejsce dopiero dekadę później, więc firmy nie mogły inwestować w oczekiwaniu na przyszłą akumulację rezerw chińskich w amerykańskich papierach skarbowych, bo takich oczekiwań po prostu nie było. Ponadto poddaje w wątpliwość, czy z powodów politycznych inwestycje w obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych mogą być traktowane jako zabezpieczenie. Kamin (2005) twierdzi, że co prawda większość krajów azjatyckich ma nadwyżki obrotów bieżących, ale nie wynika to z prowadzonej polityki interwencji i utrzymywania niedowartościowanych walut, tylko ze znacznego obniżenia się inwestycji w krajach Azji po kryzysie lat 1997-1998. Autor oczekuje, że z czasem poziom inwestycji wzrośnie i nadwyżki obrotów bieżących się obniżą. Eichengreen (2005) i Truman (2005) argumentują, że w systemie Bretton Woods Stany Zjednoczone były pożyczkodawcą a nie pożyczkobiorcą oraz że znaczna liberalizacja obrotów kapitałowych i wzrost liczby krajów z płynnymi kursami walutowymi powoduje, że tym krajom które mają kursy stałe trudniej będzie je utrzymać. Roubini i Setser (2005)

¹⁶ Artykuły prezentowane podczas konferencji są dostępne pod adresem: <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/>

kwestionują trwałość systemu Bretton Woods 2 wskazując, że tempo powiększania się potrzeb finansowych Stanów Zjednoczonych przewyższa chęć banków centralnych Azji do dalszego akumulowania rezerw dolarowych. Ponadto w Chinach pojawiły się problemy z pełną sterylizacją napływu walut, co przyczynia się do boomu pożyczkowego i do powstania bąbli na rynku aktywów.

Poza specjalną konferencją poświęconą koncepcji odnowionego Bretton Woods opublikowano również szereg artykułów polemicznych. Główne wątki zawartej w nich dyskusji wydają się istotne dla perspektyw dalszego rozwoju sytuacji więc warto je przytoczyć. Geithner (2006) stwierdza, że istnieje wiele czynników, które mogą spowodować utrzymywanie się globalnych nierównowag dłużej niż byłoby to możliwe w przeszłości, ale te nierównowagi są chwiejne i w którymś momencie muszą zacząć się zmniejszać. W szczególności Geithner zauważa, że na skutek wzrostu amerykańskich stóp procentowych i postępującego pogłębiania się ujemnej pozycji inwestycyjnej Stanów Zjednoczonych wkrótce deficyt obrotów bieżących będzie się pogłębiał również na skutek ujemnego salda dochodów, które do tej pory było dodatnie¹⁷. Stwierdza również, że upływ czasu przy braku odpowiedniej reakcji polityki gospodarczej zwiększa ryzyko silnego dostosowania.

Dieter (2005) omawia główne cechy systemu Bretton Woods który funkcjonował w latach 1944-1971 i porównuje z postulowaną przez Dooley et al. (2003) hipotezą Bretton Woods 2. Stwierdza, że w odróżnieniu od Bretton Woods, który wynikał z formalnych zobowiązań przyjętych na siebie przez państwa członkowskie i opierał się na współpracy banków centralnych, Bretton Woods 2 jest tylko pewnym układem współzależności i nie opiera się na ścisłej współpracy banków centralnych. Istotnie azjatyckie banki centralne nie współpracowały intensywnie przez kryzysem 1997, chociaż proces taki rozpoczął się w ramach EMEAP¹⁸, które obejmuje największe banki centralne krajów azjatyckich oraz Australii i Nowej Zelandii. Dieter (2005) powołując się na dobrze poinformowane źródła w Canberze pisze, że Rezerwa Federalna też „pukała do drzwi”, ale spotkała się z odmową, więc nie uczestniczy w tych spotkaniach. To oznacza, że w XXI wieku banki centralne Azji rozpoczęły zacieśniać współpracę, ale z pominięciem Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, która była filarem powojennego systemu Bretton Woods. Po drugie obecnie nie ma żadnych uzgodnionych reguł i procedur w przypadku zmian kursowych. Po trzecie,

¹⁷ Na paradoks sytuacji w której pomimo silnie ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Stany Zjednoczone utrzymują nadwyżkę na saldzie dochodów zwrócili uwagę Hausmann i Sturzenegger w pracy pod nośnym medialnie tytułem „Ciemna materia”. Ta teoria jest omówiona w dalszej części artykułu.

¹⁸ Ang. Executive Meeting of East-Asia Pacific Central Banks

poprzednio wszystkie kraje zostały znacząco dotknięte wielkim kryzysem lat 30-tych i były bardzo zainteresowane uczestnictwem w Bretton Woods. Tym razem kryzysy lat 90-tych dotknęły kraje Azji, były regionalne i nie objęły Stanów Zjednoczonych. Po czwarte, główne kraje członkowskie systemu Bretton Woods były sojusznikami Stanów Zjednoczonych. Obecnie nie można tego powiedzieć o Chinach, czyli o jednym z najważniejszych uczestników systemu Bretton Woods 2. Chiny chcą uzyskać status najbardziej wpływowego kraju w Azji, a nawet w skali globalnej w dalszej perspektywie, czyli mają bardzo ograniczony interes w tym żeby dalej wspierać rozwój Stanów Zjednoczonych. Po piąte, do tej pory nie było waluty, która mogłaby zastąpić dolara jako globalny pieniądz rezerwowy. Pojawienie się euro po 1999 roku zmieniło ten stan rzeczy. Po szóste, w reżimie Bretton Woods istniała granica możliwości zwiększania przez Stany Zjednoczone deficytu w bilansie płatniczym, którą stanowiła złota kotwica, czyli zobowiązanie Rezerwy Federalnej do wymiany dolarów na złoto¹⁹. Dieter (2005) argumentuje, że teraz taki mechanizm nie istnieje. W podsumowaniu autor stwierdza, że nie można porównywać układu Bretton Woods z obecnym układem współzależności, określanym jako Bretton Woods 2, który zdaniem autora cytowanej pracy jest po prostu systemem finansowania zakupów i zbrojeń.

Kolejnym przykładem krytyki koncepcji Bretton Woods 2 jest praca Goldstein, Lardy (2005). Autorzy argumentują, że centralną tezę Dooley et al. (2003 i późniejsze) jest fakt, iż kraje peryferii potrzebują wzrostu ciągniętego eksportem, żeby umożliwić zatrudnienie wielu milionów ludzi, więc muszą interweniować na rynku żeby utrzymać konkurencyjność. Morris Glodstein i Nicholas Lardy zauważają, że taki opis pasuje do Chin, ale zupełnie nie pasuje do innych krajów. Na przykład Japonia finansuje amerykański deficyt obrotów bieżących interweniując na rynku walutowym, ale nie ma znaczących nadwyżek na rynku pracy. Indie i Bangladesz mają silne nadwyżki rąk do pracy, ale nie są znaczącym celem lokalizacji dużych inwestycji bezpośrednich i nie finansują amerykańskiego deficytu. Natomiast takie kraje jak Tajwan, Hing Kong, Korea Południowa, Malezja i Singapur co prawda zwiększyły swoje rezerwy znacząco, ale kraje te są bardzo zróżnicowane i większość z nich nie wykazuje wielu cech typowej gospodarki peryferii z postulowanego reżimu Bretton Woods 2. Wobec tego Goldstein i Lardy ograniczają dyskusję na temat Bretton Woods 2 do tego, czy Chiny i Stany Zjednoczone będą w stanie utrzymać obecną sytuację. Autorzy analizują kilka czynników:

¹⁹ W praktyce tylko raz skorzystano z tego prawa, wymiany dokonał rząd Charles'a de Gaulle'a we Francji.

- kurs walutowy: Chiny ponad 60% swojego eksportu kierują do krajów, których waluty nie są powiązane z dolarem, więc strategia utrzymywania niedowartościowanego renminbi powinna dotyczyć koszyka walut, nie tylko dolara. W latach 1994-2002 kurs renminbi ważony przepływami handlowymi umocnił się o około 30% i dopiero po 2002 roku kurs zaczął się osłabiać, zaś rezerwy walutowe Ludowego Banku Chin szybko przyrastały. Jeżeli taka strategia miała wynikać z wniosków po kryzysie azjatyckim 1997-1998 roku, to dlaczego została wdrożona dopiero po 4-5 latach. Autorzy twierdzą, że lepszym wyjaśnieniem polityki kursowej Chin jest fakt, iż kurs walutowy był kotwicą krajowej polityki pieniężnej i źródłem wewnętrznej stabilności finansowej, a proces odejścia od polityki sztywnego kursu nastąpi dopiero wtedy, gdy wewnętrzne warunki finansowe będą właściwe²⁰.

- koszty sterylizacji: jeżeli Bretton Woods 2 miałyby się utrzymać, oznaczałoby to, że rezerwy walutowe banków centralnych Azji musiałyby wzrosnąć z ponad 2 bilionów dolarów do 7 bilionów dolarów w 2010 roku, co oznaczałoby znaczący wzrost skali sterylizacji w celu kontroli dynamiki przyrostu podaży pieniądza. Po pierwsze, mogłoby to wymagać wzrostu stóp procentowych w tych krajach i przyniosłoby straty finansowe, gdyż dochody z rezerw nie pokrywałyby kosztów sterylizacji. Ponadto gdyby nastąpił dalszy przyrost rezerw, to ewentualna przyszła aprecjacja walut krajów Azji mogłaby prowadzić do strat z wyceny rezerw przekraczających w przypadku niektórych krajów 10 procent PKB²¹.

- udział firm zagranicznych w handlu i inwestycjach: autorzy zauważają, że tylko około 10% zasobu kapitału w Chinach jest skutkiem inwestycji bezpośrednich, więc rola słabego kursu walutowego we wspieraniu inwestycji zagranicznych nakierowanych na eksport jest niewielka w skali makro i stanowczo zbyt mała, żeby oprzeć na tym politykę gospodarczą.

- handel w regionie: znaczna część eksportu z Chin dotyczy produkcji przemysłu przetwórczego, który importuje komponenty w innych krajów Azji, wsad importowy był

²⁰ Taką tezę formułuje wielu innych autorów, wskazujących na potrzebę budowy instytucji finansowych, rynków finansowych, odpowiedniej *corporate governance* oraz stopniowego odejścia od ingerencji państwa w proces kredytowania gospodarki. Wydaje się że władze chińskie realizują te rekomendacje, stopniowo reformując regulacje obrotu giełdowego, zwiększając zakres dozwolonego instrumentarium na rynkach finansowych oraz zezwalając zagranicznym instytucjom finansowym na kupno – na razie mniejszościowych – pakietów chińskich banków.

²¹ Wielu autorów wskazuje, że nie są znane reguły według których Ludowy Bank Chin wycenia swoje aktywa i pasywa. Według międzynarodowych zasad rachunkowości wycena jest prowadzona w walucie krajowej, co oznacza, że znaczna aprecjacja waluty krajowej powoduje spadek wartości aktywów walutowych banku centralnego a ponieważ pasywa banku są denominowane w walucie krajowej (np. gotówka) prowadzi to do starty netto.

szacowany nawet na 80% wartości eksportu. To oznacza, że utrzymywanie słabej waluty nie zwiększa znacząco konkurencyjności eksportu, bo powoduje że komponenty importowe są drogie.

W podsumowanie autorzy stwierdzają, że nawet w przypadku Chin nie można mówić o reżimie Bretton Woods 2, oraz że ten reżim również wadliwie opisuje przyszłą strategię gospodarczą Chin, która powinna dotyczyć reformy sektora finansowego – przed wszystkim banków – oraz bardziej zrównoważoną strategię rozwoju opartą na produkcji dóbr zarówno handlowych jak i niehandlowych.

Krytycznie o hipotezie BW2 wypowiada się również szef departamentu badań MFW. Rajan (2006), wskazując, że nierównowagi na rachunkach bieżących powstały w wyniku nieskoordynowanych i przejściowych reakcji wielu krajów na kryzysy lat 90-tych, a nie jako trwały nowy porządek międzynarodowy.

Pomimo wszystkich głosów krytykujących koncepcję Bretton Woods 2, chyba najlepszym podsumowaniem jest komentarz jednego z jej krytyków, Brad’a Setser’a. Napisał on w swoim blogu²² ekonomicznym na stronie internetowej Roubini Global Economics, komentując dalszy szybki przyrost rezerw walutowych banków centralnych krajów Azji i krajów eksportujących ropę naftową w styczniu 2006 roku i przewidując spadek wartości dolara:

„Ale fakty są faktami. Michael Dooley ciągle ma rację, już 31 miesięcy (...)”

3.2. Globalna nadwyżka oszczędności

Po raz pierwszy sformułowanie „globalna nadwyżka oszczędności”²³ pojawiło się w wystąpieniu obecnego szefa Rezerwy Federalnej Ben’a Bernanke²⁴. Główna teza jaką postawił mówi że nie można dużego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych

²² Blogi są zjawiskiem które pojawiło się w Internecie w ostatnich latach i oznaczają fora wymiany opinii internautów na określony temat. Znaczenie blogów rośnie, na przykład swój blog ekonomiczny prowadzi dawny doradca ekonomiczny prezydenta Nouriel Roubini, oraz wielu znanych analityków, w dyskusjach w tych blogach biorą udział znani ekonomiści, komentujący bieżące dane i wydarzenia.

²³ Ang. Global savings glut

²⁴ Na spotkaniu stowarzyszenia ekonomistów stanu Wirginia 10 marca 2005 roku Ben Bernanke wygłosił wykład pod tytułem „Globalna nadwyżka oszczędności i deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych”. Przemówienie to uzupełnione o nowe dane zostało powtórzone również 14 kwietnia 2005 roku, w wielu artykułach odwołania są właśnie do drugiego wystąpienia Bena Bernanke.

tłumaczyć wyłącznie czynnikami wewnętrznymi, ponieważ kluczową rolę odegrały czynniki zewnętrzne, które zdefiniował właśnie jako globalną nadwyżkę oszczędności.

Bernanke (2005) analizuje deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych z perspektywy bilansu oszczędności i inwestycji, a nie z perspektywy eksportu i eksportu, pokazując, że są to dwa punkty widzenia tego samego problemu. Zauważa, że w gospodarce zamkniętej na przepływy kapitału zawsze inwestycje równają się krajowym oszczędnościom. Gdy gospodarka jest otwarta, nadwyżka inwestycji nad oszczędnościami oznacza konieczność pozyskania kapitału za granicą, co właśnie przejawia się w postaci deficytu obrotów bieżących²⁵. Bernanke podaje dane dla Stanów Zjednoczonych uzasadniając, że stopa oszczędności krajowych w 1985 roku wynosiła 18 procent, w 1995 roku 16 procent a w 2004 roku poniżej 14 procent, stwierdzając że oszczędności w Stanach Zjednoczonych są zbyt niskie, aby finansować krajowe oszczędności na właściwym poziomie. Natomiast kluczowa jest odpowiedź na pytanie dlaczego oszczędności w Stanach Zjednoczonych są tak niskie.

Zdaniem Bernanke kluczem do odpowiedzi na to pytanie jest zmiana struktury międzynarodowych przepływów kapitałowych i globalna nadwyżka oszczędności. Według obecnego szefa Rezerwy Federalnej przyczyną globalnej nadwyżki oszczędności były kryzysy które dotknęły kraj rozwijające się w latach 90-tych. W 1996 roku kraje rozwijające się były importerem netto kapitału w wysokości 80 mld dolarów. Często ten kapitał nie był efektywnie wykorzystywany, między innymi na skutek działalności nieefektywnych i źle zarządzanych banków, co z kolei spowodowało utratę zaufania wierzycieli i kryzysy w Meksyku w 1994 roku i w Azji w latach 1997-1998. Po kryzysach kraje rozwijające się zostały zmuszone do zmiany strategii rozwoju. Z importerów netto kapitału stały się eksporterami netto. Strategia ta polegała na utrzymaniu walut na konkurencyjnym poziomie, na wzroście eksportu i na odbudowie rezerw dewizowych. Równocześnie nadwyżki obrotów bieżących znacząco wzrosły w krajach eksportujących ropę naftową: na

²⁵ W zasadzie oznacza to nadwyżkę na rachunku kapitałowym, której lustrzanym odbiciem jest deficyt obrotów bieżących. Najprościej ten mechanizm można przedstawić na przykładzie firmy amerykańskiej, która pożycza środki – np. w euro – z niemieckiego banku po to, żeby importować maszyny z Niemiec, które będą zainstalowane w nowo budowanej fabryce w Stanach Zjednoczonych. Wówczas rosną zobowiązania tej firmy amerykańskiej wobec nierezydentów – w tym przypadku niemieckiego banku – co oznacza napływ kapitału do U.S.A. i nadwyżkę na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego, podczas gdy jednocześnie rośnie import maszyn i pojawia się deficyt handlowy czyli deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Bilans obrotów bieżących i bilans obrotów kapitałowych pozawalają na ocenę tych samych nierównowag z różnych punktów widzenia, czego przykładem może być gorąca debata która toczy się wśród ekonomistów po publikacji Raportu Ekonomicznego Prezydenta Stanów Zjednoczonych, który został przekazany Kongresowi w lutym 2006 roku. Rozdział szósty, który traktuje o deficycie obrotów bieżących został nazwany „Nadwyżka na rachunku kapitałowym”, co było szeroko komentowane (między innymi przez takich ekonomistów jak Brad Setser i Menzie Chinn) jako przyjęcie punktu widzenia Bena Bernanke przez administrację Prezydenta Busha.

Bliskim Wschodzie, w Rosji, Nigerii i Wenezueli. Oczywiście kraje rozwijające się mogą mieć nadwyżki na rachunku bieżącym jako grupa tylko wtedy gdy kraje rozwinięte mają deficyty. Według Bena Bernanke trudno uznać, że kraje rozwinięte miały motywacje aby mniej oszczędzać. Wręcz przeciwnie, czynniki demograficzne (starzejące się społeczeństwa i nie zreformowane systemy emerytalne) powodują, że oszczędności gospodarstw domowych powinny raczej wzrosnąć a nie zmaleć. Zatem pojawiły się inne czynniki, które spowodowały deficyt obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych. W latach 1996-2000 był to przede wszystkim łączny skutek silnego wzrostu wydajności pracy i rozwój nowych technologii w połączeniu z niskim ryzykiem politycznym i sprawnym środowiskiem regulacyjnym, w szczególności z egzekwowanymi prawami własności. To z kolei prowadziło do wzrostu indeksów giełdowych i aprecjacji dolara i w następstwie skłaniało Amerykanów do zwiększenia konsumpcji, a przez drogiego dolara do konsumpcji towarów importowanych. Jednocześnie silny wzrost gospodarczy i wzrost zamożności – bieżący i oczekiwany – zmniejszył motywacje do oszczędzania. Po krachu internetowym w 2000 roku popyt inwestycyjny znacząco się obniżył w skali globalnej, jednak globalna podaż oszczędności pozostała wysoka, co doprowadziło do obniżenia realnych stóp procentowych, które w wielu przypadkach osiągnęły historycznie niskie poziomy. Tak niskie stopy zwiększyły atrakcyjność inwestycji w nieruchomości, które doprowadziły do znaczącego wzrostu cen nieruchomości. Teraz rynek nieruchomości przejął rolę giełdy w kreowaniu efektu wzrostu zamożności amerykańskich gospodarstw domowych. Ponadto silnie rozwinięty rynek finansowy umożliwił gospodarstwom domowym zaciąganie nowych kredytów na finansowanie konsumpcji pod zastaw przyrostu wartości nieruchomości²⁶. To nowe zjawisko w połączeniu ze znaczącym pogorszeniem się sytuacji fiskalnej dalej obniżyło stopę oszczędności w Stanach Zjednoczonych. Niska stopa oszczędności w połączeniu ze wzrostem inwestycji w nieruchomości i cyklicznym ożywieniem inwestycji przedsiębiorstw skutkowało dalszym pogłębieniem się deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych po 2000 roku. Ten deficyt był z łatwością finansowany napływem kapitału z krajów azjatyckich i później z krajów eksportujących ropę naftową między innymi dlatego, że dolar był światową walutą rezerwową i wiele krajów prowadziło strategię usztywnienia kursów walutowych wobec dolara, co skutkowało między innymi napływem kapitału na rynek amerykańskich obligacji skarbowych. Ben Bernanke również zauważa prawidłowość, że te kraje rozwijające w których stosunek zamożności do bieżącego dochodu wzrósł mają deficyty obrotów

²⁶ W języku angielskim określa się to zjawisko mianem equity extraction.

bieżących (Francja, Włochy, Wielka Brytania), natomiast w dwóch krajach w których to nie nastąpiło (Niemcy, Japonia) mają nadwyżki obrotów bieżących.

Podsumowując, Ben Bernanke uważa że znaczące nadwyżki oszczędności w krajach azjatyckich w połączeniu ze strukturalnie wysokimi oszczędnościami w Niemczech i Japonii spowodowały globalną nadwyżkę oszczędności, do przyczyniło się do wzrostu cen akcji na giełdach w Stanach Zjednoczonych a następnie do wzrostu cen nieruchomości, co z kolei spowodowało obniżenie się oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych.

Hipoteza prezentowana przez Bena Bernanke znalazła uznanie innych bankierów centralnych. Na przykład prezes banku centralnego Australii (Royal Bank of Australia) w swoim wystąpieniu²⁷ przedstawił diagnozę sytuacji na globalnych rynkach finansowych pod koniec 2005 roku. Jego zdaniem każda hipoteza tłumacząca tę sytuację musi odpowiadać na kilka pytań:

- (1) Dlaczego pomimo radykalnego pogłębienia deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych po 1997 roku jest on tak łatwo finansowany?
- (2) Dlaczego Azja ma tak dużą nadwyżkę obrotów bieżących i dlaczego zbudowała tak duże rezerwy walutowe?
- (3) Dlaczego banki centralne na całym świecie obniżyły stopy procentowe do poziomów najniższych w ubiegłym stuleciu i dlaczego pomimo tego nie zaobserwowano znaczącego zwiększenia inflacji?
- (4) Dlaczego rentowność obligacji jest tak niska i dlaczego pozostała niska, kiedy krótkoterminowe stopy zaczęły iść w górę?
- (5) Dlaczego w warunkach tak znaczącego wzrostu globalnej nierównowagi płatniczej spready²⁸ pomiędzy oprocentowaniem obligacji korporacyjnych oraz obligacji rynków wschodzących a oprocentowaniem obligacji rządu Stanów Zjednoczonych pozostały na tak niskim poziomie?

Zdaniem prezesa RBA teorie wychodzące od zbyt dużych wydatków i zbyt niskich oszczędności w USA są niepoprawne, bo nie odpowiadają na te 5 pytań, a wręcz prowadzą do przeciwnych wniosków (presja popytowa w USA powinna pchać długie stopy do góry, podczas gdy utrzymują się one na niskim poziomie). Dlatego źródłem obecnej sytuacji są

²⁷ Macfarlane (2005)

²⁸ Angielskie sformułowanie spread, które przyjęło się w tej formie również na rynku finansowym w Polsce oznacza różnicę w oprocentowaniu pomiędzy obligacją o wyższym poziomie ryzyka (na przykład obligacje rządu któregoś z krajów amerykańskich) a obligacją o niższym poziomie ryzyka (na przykład obligacje rządu amerykańskiego).

zdaniem szefa RBA kraje azjatyckie, które oszczędzają znacznie więcej niż inwestują. Jeżeli uznamy oszczędności azjatyckie za przyczynę leżącą u podłoża obecnej globalnej nierównowagi to wtedy łatwo odpowiedzieć na wszystkie pięć pytań:

(1) nadmiar oszczędności powoduje, że finansowanie olbrzymiego deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych odbywa się przy niskich stopach zwrotu,

(2) nadwyżka obrotów bieżących w Japonii jest naturalna, gdyż jest to bogaty kraj i ma szybko starzejące się społeczeństwo, natomiast w innych krajach jest to mniej naturalne. Zdaniem Macfarlane'a w Azji poza Chinami podjęto świadomą decyzję o zwiększeniu odporności tych krajów na kryzysy po doświadczeniach 1997 roku (zbyt duże inwestycje, zbyt małe rezerwy walutowe), więc ograniczono dynamikę inwestycji i radykalnie zwiększono rezerwy walutowe. W Chinach – które nie ucierpiały w 1997-1998 roku, władze zdały sobie sprawę, że muszą tworzyć 20 mln miejsc pracy rocznie, aby po liberalizacji gospodarki rolnicy mogli znaleźć pracę w przemyśle i usługach. To oznacza, że gospodarka musi rosnać bardzo szybko, na tyle szybko żeby te miejsca pracy powstały, a to z kolei oznacza, że polityka, która może przyhamować wzrost (w tym silna aprecjacja renminbi) była uznana za niewłaściwą. Prezes RBA uważa, że można przyjąć, iż nadwyżka oszczędności nad inwestycjami w Azji utrzyma się przez wiele lat.

(3) stopy banków centralnych i stopy długoterminowe są na rekordowo niskich poziomach, a mimo to inflacja pozostaje niska, zdaniem szefa RBA wiąże się to z nadwyżką obrotów bieżących Chin, bo nadwyżka taka oznacza że dany kraj produkuje więcej dóbr i usług niż absorbuje w wyniku wydatków krajowych. W przypadku Chin oznacza to dostarczanie reszcie świata olbrzymiej ilości tanich towarów, co ogranicza inflację w skali globalnej.

(4) krzywa podaży oszczędności przesunęła się w prawo w stosunku do popytu, więc i nominalna i realna stopa procentowa jest na historycznie niskich poziomach, co dodatkowo jest wzmocnione silnym zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie.

(5) premia za ryzyko spadła, ponieważ w świecie globalnej nadpodaży oszczędności i niskich stóp procentowych kapitał poszukuje wyższych stóp zwrotu, co prowadzi do zawężenia się spreadów. Macfarlane (2005) konkluduje, że widać pewne sygnały powrotu do normalności –

Rezerwa Federalna stopniowo podnosi stopy procentowe, a Chiny stopniowo rewaluują renminbi.

Hipoteza o globalnej nadwyżce oszczędności Bernanke jest poddana empirycznej analizie w pracy Chinn, Ito (2005). Autorzy analizują 117 krajów w okresie 1971-2003, w regresjach panelowych sprawdzają zależność bilansu obrotów bieżących, oszczędności i inwestycji od takich zmiennych jak deficyt sektora finansów publicznych, czynniki demograficzne, dochód per capita, niepewność terms-of-trade, otwartość gospodarki oraz czynników instytucjonalnych: rozwoju sektora finansowego, otwartości na obroty kapitałowe czy zmienne związane w bezpieczeństwem prawnym transakcji. Główne wyniki wskazują na przełożenie deficytu budżetowego na deficyt obrotów bieżących w około 20%, oraz na to że rozwój instytucjonalny jest istotnym czynnikiem wpływającym na inwestycje i oszczędności. Autorzy negatywnie weryfikują hipotezę, że im większy rozwój finansowy (mierzony stosunkiem kredytu do PKB) tym mniejsze oszczędności. W grupie krajów wschodzących i mało rozwiniętych wydaje się, że zachodzi przeciwny związek, wraz z rozwojem finansowym rośnie stopa oszczędności. Autorzy nie znajdują nadmiernych oszczędności w krajach azjatyckich (prognozy modelu są zbliżone do faktycznych wielkości) natomiast faktyczne inwestycje w krajach Azji są znacznie poniżej prognoz modelowych w okresie po kryzysie azjatyckim. W USA niskie oszczędności są przyczyną deficytu obrotów bieżących, ale prognoza modelowa nie tłumaczy deficytu w całości, analiza uzupełniona o rozwój giełdy wskazuje, że wzrost deficytu obrotów bieżących jest związany również z boorem na giełdzie.

W sumie praca Chinn, Ito (2005) w części potwierdza tezy stawiane przez Bernanke (2005), na przykład wskazując na związek wzrostów cen na giełdzie amerykańskiej z ujemnymi oszczędnościami gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych. Jednak główna teza Bernanke – nadwyżka oszczędności – nie znajduje potwierdzenia. Autorzy wskazują raczej, że źródłem nadwyżek obrotów bieżących krajów azjatyckich są niskie inwestycje a nie wysokie oszczędności.

3.3. Globalna susza inwestycyjna

Hipoteza o tym, że źródłem nadwyżek na rachunkach bieżących są zbyt niskie inwestycje w krajach Azji – za wyjątkiem Chin – jest głoszona między innymi przez Międzynarodowy

Fundusz Walutowy, na przykład w wystąpieniach szefa MFW Rodrigo Rato i wpływowego ekonomisty MFW Raghuram'a Rajan'a²⁹ w styczniu i lutym 2006 roku.

Obaj przedstawiciele MFW stwierdzają, że globalne nierównowagi miały początek w postaci reakcji krajów Azji, Ameryki Łacińskiej i Japonii na kryzysy lat 90-tych oraz na pęknięcie bąbla spekulacyjnego na rynku nowych technologii na początku obecnego wieku. W okresach poprzedzających kryzysy w wielu krajach udział inwestycji w PKB był bardzo wysoki, zaś wiele decyzji inwestycyjnych miało słabe uzasadnienie w oczekiwanej stopnie zwrotu. Wspomniane kryzysy doprowadziły do różnych reakcji w różnych krajach. Zdaniem Rajana (2006) w krajach uprzemysłowionych luźna polityka fiskalna i niskie stopy procentowe wspierały wzrost oparty na konsumpcji, szczególnie w krajach anglosaskich. Natomiast w krajach rozwijających ograniczono deficyty fiskalne, osiągając nadwyżki pierwotne po raz pierwszy i w większości prowadzono twardą politykę pieniężną obniżając inflację. W takim środowisku makroekonomicznym i przy zmniejszeniu skłonności przedsiębiorstw do inwestowania po kryzysie spowodowanym przeinwestowaniem, motorem wzrostu stał się eksport. Pojawiły się nadwyżki na rachunku bieżącym co prowadziło do znaczącego wzrostu poziomu rezerw walutowych w krajach Azji. Jak pokazuje Rato (2006) w okresie pięciu lat po kryzysie azjatyckim poziom inwestycji w krajach Azji – w wyłączeniem Chin – wyniósł 25 procent PKB i był około 7 punktów procentowych niższy niż przeciętny poziom inwestycji w okresie pięciu lat przed kryzysem. Z kolei w Chinach motyw ostrożnościowy powoduje, że oszczędności przekroczyły 50 procent PKB i Chiny mają znaczną nadwyżkę na rachunku bieżącym pomimo bardzo wysokiego udziału inwestycji w PKB, sięgającym 45 procent³⁰.

Podsumowując, według MFW sytuacja, w której w skali globalnej obserwujemy nadwyżkę oszczędności nie wynika z wyjątkowo wysokich oszczędności, tylko z niskiego poziomu inwestycji, szczególnie w Azji poza Chinami – w porównaniu z historycznymi wielkościami. Rajan (2006) wskazuje, że teza o tym iż źródłem globalnych nierównowag jest nadwyżka

²⁹ Por. Rato (2006), Rajan (2006).

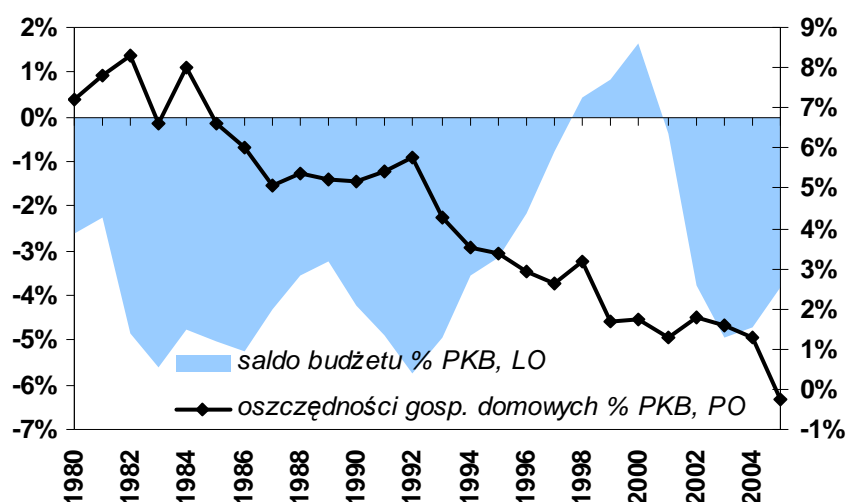
³⁰ W opublikowanym w listopadzie raporcie MFW o wnioskach z konsultacji z Chinami w ramach artykułu IV, Fundusz oszacował udział inwestycji i oszczędności w PKB w 2004 roku na poziomie odpowiednio 49.3% i 45.2% odpowiednio, prognozując dalszy wzrost obu kategorii w 2005 roku. Szacunki były opublikowane przed rewizją nominalnego PKB Chin dokonaną pod koniec 2005 roku, która powiększa nominalny PKB Chin o prawie 17%. Opracowanie HSBC (2006) cytuje badania Ludowego Banku Chin wskazujące, że głównym powodem oszczędzania w Chinach jest finansowanie edukacji dzieci i wydatki na emeryturze. Istotnie, wydatki publiczne na edukację w Chinach są niższe niż przeciętna w Azji i system jest mało efektywny. W pracy Sin (2005) oszacowano, że stosunek liczby emerytów do liczby pracujących który obecnie wynosi około 34% wzrośnie w ciągu siedmiu lat do ponad 50% a w ciągu 30 lat przekroczy 100%, co jest jednym z efektów polityki jednego dziecka. Ponadto w Chinach obowiązuje wyjątkowo wczesny wiek emerytalny, wynoszący 50 lat dla kobiet na liniach produkcyjnych i 60 lat dla mężczyzn, co pogłębia problemy kraju z finansowaniem przyszłych emerytów, zob. Frazier (2006). Dlatego ocenia się, że są niewielkie możliwości obniżenia oszczędności chińskich gospodarstw domowych w najbliższych latach.

oszczędności jest niepoprawna, gdyż może prowadzić do wniosku, żeby prowadzić politykę gospodarczą skłaniającą do obniżenia stopy oszczędności w wielu krajach, które obecnie mają nadwyżki na rachunku bieżącym. To z kolei może być niekorzystne w sytuacji gdy inwestycje powrócą do swoich historycznych wartości mierzonych udziałem w PKB, gdyż przy obniżonych oszczędnościach może to prowadzić do wzrostu realnych stóp procentowych i ograniczenia perspektyw wzrostu. Innymi słowy, właściwą reakcją polityki gospodarczej w wielu krajach nie jest ograniczenie oszczędności, tylko poprawa klimatu inwestycyjnego.

3.4. Ujemne oszczędności w Stanach Zjednoczonych

Prace które winą za powstanie globalnych nierównowag obarczają ujemne oszczędności w Stanach Zjednoczonych wskazują na dwa źródła tych nierównowag: wysoki i rosnący deficyt budżetowy oraz ujemne oszczędności gospodarstw domowych.

Wykres 3. Bilans budżetu państwa i oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych (% PKB)



Źródło: Bureau of Economic Analysis.

Jako źródło deficytu budżetowego wskazuje się reformy podatkowe prezydenta Busha, które przez obniżki podatków przyczyniły się do obniżenia dochodów budżetowych, w stosunku do rosnących wydatków, szczególnie na obronę, związanych między innymi z wojną w Iraku. W

2004 roku deficyt budżetowy w Stanach Zjednoczonych wyniósł 4.7 procent PKB, podczas gdy deficyt obrotów bieżących 5.7 procent PKB.

Krytycy teorii bliźniaczych deficytów (budżetowego i obrotów bieżących) argumentują, że deficyt obrotów bieżących pogorszył się już znacznie w czasach gdy finanse publiczne w Stanach Zjednoczonych wykazywały znaczną nadwyżkę tj. do 2000 roku, zaś szacunki przełożenia się deficytu budżetowego na deficyt obrotów bieżących zawierają się przedziale 0.2-0.5, więc gdyby faktycznie były bliższe 0.2, to pogorszenie równowagi budżetowej tylko w niewielkim stopniu mogłoby odpowiadać za pogłębienie się deficytu obrotów bieżących.

Truman (2004) analizuje trzy przypadki w historii Stanów Zjednoczonych gdy radykalnie obniżyły się oszczędności sektora publicznego:

- w latach 1979-1983 oszczędności rządu obniżyły się o 4.4 procent PKB, zaś napływ netto oszczędności zagranicznych z najniższego poziomu w 1980 roku do 1987 roku wzrósł o 3.6 procent PKB, co oznaczało występowanie bliźniaczych deficytów, przynajmniej przez część tego okresu,
- w okresie 1992-2000 oszczędności rządu wzrosły o 6.8 procent PKB, zaś oszczędności zagraniczne netto również wzrosły o 4.6 procent PKB, co oznaczało że inne czynniki oddziaływały na przepływy kapitałowe znacznie silniej niż potrzeby pożyczkowe budżetu,
- w latach 2000-2003 oszczędności rządu obniżyły się o 6.3 procent PKB, zaś oszczędności zagraniczne wzrosły o 0.7 procent PKB, co też nie jest spójne z hipotezą bliźniaczych deficytów.

Poprzedni prezes Rezerwy Federalnej Alan Greenspan w swoim wystąpieniu na konferencji w Londynie na początku 2005 roku³¹ przedstawiał szacunki, z których wynikało że zmniejszenie deficytu budżetowego o jednego dolara zmniejszy deficyt handlowy tylko o dwadzieścia centów³². W kolejnych szacunkach modelu makroekonometrycznego OECD wskazują, że ten współczynnik wynosi raczej 0.4, zaś większe szacunki reakcji deficytu obrotów bieżących na zmiany deficytu budżetowego pojawiają się w pracach OECD (2004) i Faruquee et al. (2005a), w której pojawia się wartość 0.5.

Na drugim końcu spektrum są oceny występowania bliźniaczych deficytów w krajach anglosaskich w pracy Corsetti, Muller (2005). Autorzy zwracają uwagę, że wnioskowanie o bliźniaczych deficytach na podstawie prostej analizy korelacji jest niepoprawne, dlatego że taka analiza nie odróżnia wstrząsów w polityce fiskalnej od efektów cyklu koniunkturalnego

³¹ Por. Greenspan (2005).

³² Te szacunki po części bazowały na wynikach modelu gospodarki otwartej w mikropodstawami w Rezerwie Federalnej o nazwie Sigma, opisany w pracy Erceg et al. (2005).

związanego na przykład z innowacjami technologicznymi. Na przykład ożywienie gospodarcze zmniejsza deficyt budżetowy poprzez działania automatycznych stabilizatorów, a jednocześnie często zwiększa deficyt handlowy poprzez wzrost importu, zatem taka prosta i niepoprawna analiza mogłaby raczej sugerować występowanie odwrotnej korelacji niż sugerowanej przez teorię bliźniaczych deficytów.

Z punktu widzenia teorii bliźniacze deficyty pojawiają się jako efekt zmian cen relatywnych lub jako efekt międzyokresowy. W pierwszym przypadku poluzowanie polityki fiskalnej zwiększa popyt krajowy w stosunku do produkcji, więc powrót do równowagi wymaga obniżenia cen towarów importowanych w stosunku do cen towarów krajowych, czyli realnej aprecjacji kursu walutowego, co z kolei prowadzi do spadku eksportu netto. W drugim przypadku jeżeli założymy, że poluzowanie polityki fiskalnej ma formę zwiększenia wydatków finansowane wzrostem emisji obligacji, to wówczas spada bieżące spożycie w oczekiwaniu na wyższe podatki w przyszłości, ale mniej niż w stosunku jeden do jednego. Pojawia się niedobór krajowych oszczędności, co musi zostać uzupełnione przez import oszczędności z zagranicy, czyli przez wzrost deficytu obrotów bieżących.

Corsetti i Muller (2005) używają standardowego modelu DSGE dla dwóch krajów i pokazują, że skala reakcji bilansu handlowego na wstrząsy w wydatkach publicznych zależy od trwałości tych wstrząsów i stopnia otwartości gospodarki³³. Autorzy pokazują, że gdy gospodarka są mniej otwarte na wymianę handlową i gdy wstrząs jest przejściowy, wówczas reakcja bilansu handlowego jest bardzo słaba, co jest w dużym stopniu związane z efektem wypychania inwestycji, przykładem takich gospodarek są Stany Zjednoczone i Australia. Okazuje się również, że relacja między deficytami nie jest liniowa. Autorzy konkludują, że uzyskane wyniki raczej prowadzą do odrzucenia hipotezy o istnieniu bliźniaczych deficytów w Stanach Zjednoczonych.

Niezależnie od faktycznej wartości mnożników fiskalnych oraz od faktu czy zależności są liniowe czy inne, wielu autorów, w tym Chin (2005) argumentuje, że przyczyna globalnych nierównowag nie może leżeć po stronie gospodarek Azji Wschodniej, gdyż gospodarka amerykańska jest od nich trzy razy większa, i nawet po dodaniu Japonii pozostaje większa o 30 procent. Dlatego ich zdaniem to raczej niedobór oszczędności w Stanach Zjednoczonych, które w ostatnich pięciu latach zasysają oszczędności z reszty świata, a przyczyną tego są

³³ Corsetti i Muller (2005) uzyskują również zagadkowy z punktu widzenia teorii ekonomii efekt spadku inflacji i nominalnych stóp procentowych w horyzoncie 4 i 12 kwartałów, niezależnie od stopnia otwartości gospodarki. Takie rezultaty osiągnęli wcześniej inni autorzy – Mountford, Uhlig (2004) i Perotti (2005) – i nie zostały one jeszcze wyjaśnione. Z kolei w raporcie miesięcznym EBC z lutego 2006 są zebrane wyniki badań wskazujące, że wzrost deficytu w strefie euro prowadzi do wzrostu oprocentowania obligacji.

głównie ujemne oszczędności – czyli deficyt – sektora publicznego, bo skonsolidowany sektor prywatny ma nawet nieco wyższe oszczędności niż w 2000 roku na skutek bardzo wysokich oszczędności przedsiębiorstw, co jest przedstawione w pracy Loeys et al. (2005).

Ujęcie oszczędności sektora prywatnego w całości należy do rzadkości. Dużo artykułów poświęciło wiele uwagi gwałtownie obniżającym się i ujemnym w 2005 roku oszczędnościom amerykańskich gospodarstw domowych. Greenspan, Kennedy (2005), pokazują jak wielką rolę w podtrzymaniu konsumpcji gospodarstw domowych i tym samym w obniżeniu stopy oszczędności odegrał mechanizm pożyczania środków pod zastaw przyrostu wartości nieruchomości oraz wykorzystywania niskich stóp procentowych do obniżenia kosztów obsługi kredytów mieszkaniowych³⁴. Według autorów pożyczki pod zastaw nieruchomości zwiększyły wydatki Amerykanów o 425 mld dolarów przeciętnie w każdym z lat 2001-2004, wobec „tylko” 177 mld dolarów średnio w poprzednich czterech latach. Ponadto wiele prac wskazuje na fakt, że bez tego efektu w ostatnich latach wzrost konsumpcji w Stanach Zjednoczonych byłby bardzo niski, co oczywiście wpłynęłoby na obniżenie tempa wzrostu PKB i na skalę globalnych nierównowag.

Temat ten porusza również inny ekonomista Rezerwy Federalnej. Lansing (2005) zwraca uwagę, że są istotne problemy metodologiczne związane z prawidłowym pomiarem stopy oszczędności gospodarstw domowych, na przykład wydatki na edukację są traktowane jako spożycie, podczas gdy jest to raczej inwestycja mająca na celu zwiększenie kapitału ludzkiego, która ma celu zwiększenie przyszłych dochodów i przyszłej konsumpcji³⁵.

Podobnie istnieją różne opinie dotyczące tego, czy dochody wynikające z przyrostu wartości nieruchomości lub wzrostu cen akcji posiadanych przez gospodarstwa domowe powinny być doliczane do dochodów do dyspozycji, co powodowałoby, że stopa oszczędności nie byłaby tak niska jak wskazują na to oficjalne statystyki Biura Analiz Ekonomicznych³⁶. Inni komentatorzy wskazują, że zyski kapitałowe nie powinny być dodawane do dochodów, gdyż są one efektem wcześniejszych oszczędności, które już raz zostały policzone.

Ale nawet gdyby uwzględnić powyższe zastrzeżenia metodologiczne to i tak wniosek pozostaje ten sam, w ciągu ostatnich dwudziestu lat stopa oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych znacznie się obniżyła, według danych oficjalnych

³⁴ W języku angielskim takie zjawisko określa się mianem „equity extraction”. W swojej 18-letniej karierze szefa Rezerwy Federalnej Alan Greenspan opublikował tylko dwa artykuły, dlatego fakt iż uczynił to po raz drugi w ostatnim roku swojego urzędowania, odbił się szerokim echem i uznano, że poruszane problemy muszą być bardzo ważne.

³⁵ Szeroko o problemie błędnego traktowania wydatków na edukację jako konsumpcję, zamiast jako inwestycji, czyli oszczędności, pisze również Cooper (2005).

³⁶ Ang. Bureau of Economic Analyses (BEA).

BEA z około 10 procent w połowie lat 80-tych do wielkości ujemnych w drugiej połowie 2005 roku. Lansing (2005) przedstawia prosty model oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych, w którym ta stopa jest objaśniana przez trzy zmienne: oprocentowanie 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych, stosunek aktywów gospodarstw domowych ulokowanych na akcjach do dochodu do dyspozycji, oraz stosunek wartości posiadanych przez gospodarstwa domowe nieruchomości do dochodu do dyspozycji. Okazuje się, że taki prosty model wyjaśnia aż 89 procent zmienności stopy oszczędności. Wydaje się zatem, że jeżeli długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych nie wzrosną, a na rynku akcji i nieruchomości nie pojawi się dekonjunktura, to nie można liczyć na wzrost skłonności oszczędności Amerykanów, a co za tym idzie na zmniejszenie skali globalnych nierównowag. Jest to tym bardziej niepokojące, że w kolejnych latach coraz większa liczba Amerykanów przekroczy wiek osiągania największych dochodów i będzie się zbliżała do wieku emerytalnego. W takiej sytuacji Amerykanie powinni spłacać kredyty mieszkaniowe i oszczędzać na emeryturę, podczas gdy zachowują się dokładnie odwrotnie. Jeżeli zmiana zachowania szybko nie nastąpi, to wielu Amerykanów może znaleźć się w sytuacji gdy przejście na emeryturę będzie oznaczało radykalne obniżenie standardu życia.

Podsumowując dotychczasowy dorobek literatury, wskazującej na zmiany oszczędności w Stanach Zjednoczonych jako źródło globalnych nierównowag, warto wskazać przede wszystkim na znaczący spadek oszczędności gospodarstw domowych w wyniku wzrostu cen aktywów, oraz na kontrowersje wokół przyczyn występowania bliźniaczych deficytów.

3.5. Efekty kryzysu w Azji w latach 90-tych

Wiele artykułów upatruje źródeł obecnych globalnych nierównowag w reakcji krajów azjatyckich na kryzysy walutowe, które wydarzyły się tam w latach 1997-1998. Wiele elementów tej hipotezy zostało już omówionych powyżej, na przykład w części dotyczącej suszy inwestycyjnej w Azji. Jednak niektóre wątki wymagają dokładniejszego omówienia, np. odpowiedź na pytanie dlaczego kraje azjatyckie zbudowały tak potężne rezerwy walutowe, mimo że istnieją poważne ryzyka i koszty z tym związane. Jednym jest konieczność sterylizacji napływu kapitału, co pociąga za sobą znaczne koszty, drugim jest ryzyko znacznych strat z wyceny rezerw w sytuacji, gdy następuje aprecjacja lokalnej waluty lub deprecjacja głównej waluty w której lokowane są rezerwy, co najczęściej oznacza dolara amerykańskiego. Inne pytanie to, czy faktycznie kryzysy azjatyckie zmieniły politykę gospodarczą w tych krajach, czy też zależności ekonomiczne pozostały bez większych zmian.

Odpowiedź na te pytania dostarcza szereg artykułów. Bardzo obszerne badania przeprowadzili ekonomiści Rezerwy Federalnej Gruber i Kamin (2005). Estymują oni model tłumaczący relację bilansu obrotów bieżących do PKB w regresji panelowej dla 61 krajów w okresie 1982-2003. Zbiór zmiennych objaśniających zawiera standardowe zmienne w tego typu regresjach, takie jak deficyt budżetowy, zagraniczna pozycja inwestycyjna netto, dochód per capita, wzrost PKB, zmienne demograficzne, zmienność terms-of-trade i otwartość gospodarki. Taki standardowy model nie jest w stanie wyjaśnić ani dlaczego w Stanach Zjednoczonych pojawił się tak duży deficyt obrotów bieżących ani dlaczego w wielu krajach Azji pojawiły się nadwyżki. Jeżeli jednak model uzupełni się o zmienne dla lat w których wystąpiły kryzysy finansowe w Azji w latach 90-tych, to wówczas wyjaśnia on znaczną część nadwyżek obrotów bieżących w tych krajach. Autorzy stwierdzają, że taki wynik potwierdza świadomy wybór takiej polityki gospodarczej, która ograniczała krajowe wydatki, szczególnie inwestycyjne i utrzymywała kursy walutowe na niedowartościowanym poziomie. Model jednak w dalszym ciągu nie jest w stanie wyjaśnić dużego deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych. Nie odpowiada zatem na pytanie dlaczego azjatyckie nadwyżki oszczędności zostały ulokowane w Stanach Zjednoczonych, zamiast zostać ulokowane bardziej równomiernie na całym świecie. Wielu analityków sugerowało, że inwestycje płyną do Stanów Zjednoczonych ze względu na silny wzrost lub pełne przestrzeganie praw własności i skuteczną ochronę inwestorów i regulacje przyjazne dla rynków finansowych. Ale ponownie, po dodaniu zmiennych reprezentujących te wielkości, mimo że oszacowany bilans obrotów bieżący nieco się obniża, czyli że zmienne te istotnie mają pewne znaczenie, model nadal nie jest w stanie wyjaśnić dużego deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, co oznacza, że inne, pominięte czynniki odegrały główną rolę. Jedną z hipotez, którą stawiają autorzy jest fakt, iż w modelu nie znajduje się na przykład autonomiczna zmiana spożycia, ale autorzy zauważają, że trudno byłoby taką zmienną zdefiniować dla większej liczby krajów.

Jeśli polityka gospodarcza krajów azjatyckich zmieniła się po kryzysach lat 1997-1998 powstaje pytanie dlaczego tak się stało? W szczególności dlaczego kraje azjatyckie zaczęły gromadzić tak znaczne rezerwy dewizowe, w skali która nie ma precedensu w historii.

Jak zostało pokazane w pracy Małecki et al. (2001) wiązanie dążenia krajów azjatyckich do posiadania dużych rezerw walutowych kryzysami walutowymi lat 1997-8 jest uprawnione dlatego, że bezpośrednią przyczyną ataków spekulacyjnych przeciwko poszczególnym walutom azjatyckim był niski poziom netto rezerw walutowych. Atak spekulacyjny

przeciwko tajlandzkiemu bahtowi nastąpił, gdy rynki dowiedziały się, iż wielkość rezerw walutowych, wykazywaną w aktywach Banku Tajlandii, należy pomniejszyć o ogromne kwoty walut sprzedawanych na rynku terminowym, które były (z natury rzeczy) księgowane w pozycjach pozabilansowych. W innych krajach regionu ataki spekulacyjne następowały w wyniku szybkiego kurczenia się wielkości rezerw walutowych w relacji do wielkości udzielonych ich bankom komercyjnym odnawialnych krótkoterminowych kredytów dewizowych. Inwestorzy wiedzieli, że w momencie wybuchu kryzysu walutowego rezerwy dewizowe danego kraju szybko stopnieją, ponieważ krajowe banki komercyjne, nie mogąc odnowić kredytów dewizowych, będą musiały je spłacić, co uruchomi masowe zakupy walut przez banki komercyjne w banku centralnym, jak później rzeczywiście się stało. Mała wielkość netto rezerw dewizowych, którymi ostatecznie dysponowały kraje azjatyckie w trakcie kryzysów walutowych była główną przyczyną gwałtowności spadków kursów ich walut, których banki centralne nie miały czym bronić.

Pierwsze analizy zjawiska budowy dużych rezerw walutowych pojawiły się już w 1999 roku, w styczniu szef NBER³⁷ opublikował artykuł na ten temat, a w marcu ówczesny szef Rezerwy Federalnej Alan Greenspan poruszył ten wątek w swoim wystąpieniu na konferencji Banku Światowego. Być może w świetle wydarzeń, które nastąpiły w ostatnich kilku latach obaj wybitni ekonomiści nieco zmodyfikowaliby ton swoich wypowiedzi³⁸, wskazując nie tylko na konieczność posiadania odpowiednio dużych rezerw walutowych, ale także na ryzyka i koszty związane z utrzymywaniem zbyt dużych rezerw.

Feldstein (1999) ocenia, że po kryzysach lat 80-tych i 90-tych można wyciągnąć jeden wniosek a mianowicie taki, że kraje które mają duże rezerwy walutowe lub szybki dostęp do płynności na rynkach międzynarodowych są mniej podatne na ataki na ich waluty. Zdaniem Feldstein'a wyzwaniem dla krajów rozwijających się jest zbudowanie dużych rezerw walutowych przy ograniczeniu kosztów z tym związanych. Autor uważa, że prosta miara, która mówi, że rezerwy powinny pokrywać sześć miesięcy importu jest nieodpowiednia, gdyż trzeba porównywać zasób rezerw walutowych z zasobem środków, które mogą zostać sprzedane na rynku walutowym przez spekulantów. To z kolei prowadzi do rekomendacji żeby poza budowaniem dużych rezerw dewizowych ograniczać skalę pożyczek krótkoterminowych. Z kolei Greenspan (1999) powołuje się na regułę, o której wcześniej

³⁷ Ang. National Bureau of Economic Research

³⁸ We wnioskach Martin Feldstein stwierdza „o wiele większe rezerwy dewizowe niż kraje do tej pory utrzymywały byłyby ważnym źródłem ochrony, elastyczności i zaufania”.

mówił wiceminister finansów Argentyny, Pablo Guidotti, która została wkrótce po wystąpieniu Greenspana nazwana regułą Guidotti-Greenspana. Według tej prostej reguły dany kraj powinien tak zarządzać swoimi aktywami i pasywami zagranicznymi, żeby mógł przetrwać bez nowych pożyczek przez rok.

Podobnych reguł jest wiele, ale warto pamiętać, że w dyskursie ekonomicznym w 1999 roku obecny był wątek zbyt małych rezerw, a zupełnie nie pisano o ryzyku zbudowania zbyt dużych rezerw walutowych.

Wydaje się, że wiele krajów skorzystało z rekomendacji formułowanych w 1999 roku aż do przesady. Ostatnie prace naukowe oceniają motywy zbudowania tak dużych rezerw walutowych w krajach azjatyckich, na przykład Mendoza (2004), Aizenmann, Lee (2005), Gosselin, Parent (2005), czy przeglądowa praca Komitetu Stosunków Międzynarodowych Europejskiego Banku Centralnego, EBC (2006).

Motywy budowania dużych rezerw walutowych mogą być bardzo różne. Dwa z takich motywów są analizowane a pracy Aizenmann, Lee (2005), tzn. motyw ostrożnościowy i motyw merkantylistyczny. W pierwszym przypadku, zgodnie z postulatami Martina Feldsteina rezerwy są budowane po to, żeby zabezpieczyć kraj przed nagłymi zastojami³⁹, przez silnymi ruchami kapitału i przed zmiennością, która jest nieodłącznym atrybutem rynków finansowych. W drugim przypadku akumulacja rezerw dewizowych jest naturalnym efektem prowadzenia polityki przemysłowej opartej na utrzymywaniu kursu walutowego na poziomie bardziej zdeprecjonowanym niż wynikałoby z przepływów na rynku walutowym.

W pracy Aizenmann, Lee (2005) autorzy analizują dane z lat 1980-2000 dla 53 krajów i pokazują, że zmienne związane z otwartością kraju na wymianę handlową, kapitałową oraz doświadczenia związane z kryzysami finansowymi pozwalają wyjaśnić poziom rezerw dewizowych, są statystycznie istotne i mają duże znaczenie ekonomiczne. Natomiast zmienne związane z podejściem merkantylistycznym (jak wzrost eksportu i zdeprecjonowany kurs walutowy) są, co prawda, również statystycznie istotne, ale ich znaczenie ekonomiczne jest znikome. Artykuł Gosselin, Parent (2005) analizuje proces akumulacji rezerw dewizowych w ośmiu krajach azjatyckich, zaś używane szeregi czasowe obejmują również lata 2003-2004, czyli okres gwałtownego wzrostu rezerw walutowych w rozwijających się gospodarkach

³⁹ Ang. sudden stop. Oznacza sytuację w której zagranica odmawia finansowania potrzeb pożyczkowych danego kraju, co prowadzi do załamania inwestycji i wzrostu gospodarczego. Z reguły towarzyszy temu silna deprecjacja, która pogłębia recesję przez zwiększenie zadłużenia, które jest często nominowane w walucie zagranicznej ale spłacane z przychodów w walucie lokalnej, w niektórych przypadkach efektem nagłego zastoju jest bankructwo kraju, czyli niemożność wywiązania się z zobowiązań wobec wierzycieli.

azjatyckich. Autorzy wykazują, że po kryzysie w Azji w latach 1997-1998 nastąpiła zmiana strukturalna i znacząco wzrósł popyt na większe rezerwy dewizowe w bankach centralnych Azji. Jednak poziom rezerw dewizowych w latach 2003-2004 był o wiele większy niż przewidywany przez model, wobec czego autorzy konkludują, że jeżeli historyczne relacje między analizowanymi zmiennymi⁴⁰ dalej zachodzą, można spodziewać się wolniejszego tempa akumulacji rezerw w przyszłości, co może wiązać się z ryzykiem deprecjacji dolara.

Prace na temat akumulacji rezerw dewizowych traktują motyw ostrożnościowy budowy znacznych rezerw jako swoistą polisę ubezpieczeniową, która uniemożliwia likwidację długoterminowych projektów inwestycyjnych w sytuacji, gdy kraje zostaną dotknięte nagłym zastojem. Wskazuje się również na możliwe koszty związane z posiadaniem takiej polisy ubezpieczeniowej, w szczególności aprecjacja waluty krajowej może prowadzić do znacznych strat z wyceny w bilansie banku (sięgających nawet kilku, a w ekstremalnych przypadkach nawet kilkunastu procent PKB) oraz na rosnące koszty sterylizacji, w sytuacji gdy lokalne stopy procentowe są wyższe od stóp zwrotu osiąganych z lokowania rezerw na rynkach zagranicznych.

3.6. Wstrząsy wpływające na relatywną atrakcyjność inwestycyjną obszarów gospodarczych

W 2005 roku pojawiło się szereg prac tłumaczących zjawisko globalnych nierównowag oraz pokazujących możliwe scenariusze na podstawie modelowych analiz światowej gospodarki podzielonej na „bloki gospodarcze”, które mają różne charakterystyki, zmieniające się w czasie. Artykuły tego nurtu wyjaśniają zjawisko globalnych nierównowag i pokazują, że proces wyrównania tych nierównowag może być stopniowy i spokojny. W pracy Caballero, Farhi, Gourinchas (2005) świat podzielono na trzy bloki: U (Stany Zjednoczone i podobne gospodarki takie jak Kanada i Australia), E (strefa euro i Japonia) oraz R (reszta świata, obejmuje nowe kraj uprzemysłowane takie jak Singapur czy Korea, kraje rozwijające się i eksporterów ropy naftowej). U i E oferują dobrej jakości instrumenty finansowe, natomiast R ma wysoki potencjał wzrostu, ale ma też okresy kiedy nie jest w stanie oferować wystarczającej ilości instrumentów finansowych odpowiedniej jakości. W tak modelowanym świecie autorzy analizują konsekwencje spowolnienia wzrostu w E i załamania się rynku aktywów w R. W modelu oba wstrząsy działają w tym samym kierunku zwiększając napływ

⁴⁰ Najbardziej oszczędna relacja kointegrująca zawiera poza ilorazem rezerw do nominalnego PKB również stosunek importu do PKB, stosunek podaży szerokiego pieniądza do PKB, zmienność przychodów z eksportu, oraz zmiany strukturalne we współczynniku importu do PKB i podaży pieniądza do PKB po kryzysie azjatyckim.

kapitału do U, co powoduje spadek realnych stóp procentowych w U i zwiększa rolę aktywów U w globalnych portfelach inwestycyjnych. W modelu efekt szoku z czasem wygasa, ale mniejszy deficyt obrotów bieżących U nigdy nie zamienia się w nadwyżkę.

Główną cechą modelu jest to, że uwzględnia on zdolność danego regionu do dostarczania aktywów oszczędzającym na całym świecie. Regiony U i E konkurują ze sobą jeśli chodzi o podaż tych aktywów, popyt na aktywa finansowe zgłasza R, który charakteryzuje szybki wzrost i jednoczesna niezdolność do „produkcji” aktywów finansowych dla oszczędzających w R. Z kolei większe potencjalne tempo wzrostu w U wobec E powoduje, że więcej oszczędności płynie do U.

Warto przeanalizować w jaki sposób oddziałują poszczególne typy szoków w modelu. W świecie który składa się tylko z U i E dochodzi do spowolnienia tempa wzrostu (jakie miało miejsce w Japonii od początku lat 90-tych czy w strefie euro ostatnio). Spadek tempa wzrostu powoduje spadek wartości aktywów finansowych w E, co przy założeniu silnego *home bias* ogranicza bogactwo a przez to i spożycie konsumentów w E. To powoduje, że bilans obrotów bieżących E wykazuje nadwyżkę, która jest absorbowana przez deficyt obrotów bieżących w U. Deficyt w U bierze się z kolei ze wzrostu konsumpcji w U na skutek wzrostu cen aktywów spowodowanych obniżeniem się stóp procentowych wywołanym spadkiem tempa wzrostu w E. W takiej sytuacji aktywa U zaczynają być o bardziej atrakcyjne od aktywów E i oszczędności płyną z E do U, pogłębiając nierównowagę. Z czasem uzyskiwane dochody z inwestycji oszczędzających w E w aktywa w U ograniczają skalę deficytu, jednak wysoka ujemna pozycja inwestycyjna U powoduje, że deficyt pozostaje na zawsze.

Zatem efektem szoku jakim jest spowolnienie tempa wzrostu w E jest globalna nierównowaga (deficyt obrotów bieżących w U i nadwyżka w E), niższe stopy procentowe i większy udział aktywów U w globalnych portfelach inwestycyjnych.

Autorzy pokazują również, że gdy szok który wywołał globalne nierównowagi znika, znikają również i nierównowagi. Dla polityki gospodarczej wynikają z tego interesujące wnioski. Ponieważ E nie powinno mieć problemów z generowaniem aktywów finansowych – uważa się nawet że euro może stać się konkurencją dla dolara jako globalny pieniądz rezerwowy – to oznacza że przeprowadzenie reform zwiększających produkt potencjalny w Europie i w Japonii powinno odwrócić proces narastania globalnych nierównowag.

Oczywiście model składający się tylko z U i E nie przystaje do rzeczywistości, bo przecież to kraje z R są bardzo ważnym elementem w łańcuchu powodującym globalne nierównowagi, i jak pokazano powyżej nawet niektórzy postulują ich znaczącą rolę w stworzeniu nieformalnego reżimu Bretton Woods 2.

Dlatego jeszcze ciekawsza jest ta część artykułu Caballero, Farhi, Gourinchas (2005), która analizuje wstrząs w R. W świecie, który składa się tylko z U i R następuje szok, który ogranicza zdolność krajów w R do generowania aktywów finansowych wysokiej jakości, przykładem takiego szoku jest oczywiście kryzys azjatycki w latach 1997-1998. Model pokazuje, że w sytuacji gdy wzrost w R jest większy niż w U, a w równowadze oszczędności powinny rosnąć w tempie podobnym do wzrostu PKB, a jednocześnie nie ma wysokiej jakości aktywów w R, wówczas oszczędności są lokowane w aktywa U. Jednocześnie obniżają się stopy procentowe jako efekt obniżenia się dywidend w skali globalnej na skutek krachu w R. Ponownie model generuje globalne nierównowagi, niskie światowe stopy procentowe i wzrost udziału aktywów U w globalnych portfelach.

Integracja obu modeli w jeden składający się z U, E i R nie zmienia wniosków. Autorzy prezentują również wyniki symulacji gdy w modelu jest więcej niż jedno dobro, co pozwala na modelowanie realnego kursu walutowego. Mimo że powyższe wyniki sugerują, że globalne nierównowagi, niskie globalne stopy procentowe i napływ kapitału do Stanów Zjednoczonych mogą trwać przez długi okres, to we wnioskach autorzy zaznaczają, że model nie uwzględnia takich ryzyk jak rosnące ryzyko kredytowe aktywów amerykańskich. Co więcej nawet w obecnej postaci model może generować znaczące i gwałtowne zmiany kierunku przepływów kapitału w globalnej gospodarce.

Podobne podejście do analizy globalnych nierównowag prezentuje artykuł Faruquee et al. (2005). Świat jest podzielony na cztery bloki, reprezentowane przez Stany Zjednoczone (US), Japonię i strefę euro (JE), rozwijające się kraje azjatyckie (AS) i resztę (RC). Jak sami autorzy stwierdzają model jest skomplikowany, zaś jego celem nie jest wyjaśnienie jak powstały nierównowagi, tylko analiza możliwych przyszłych scenariuszy. Autorzy zakładają, że obecne nierównowagi są źródłem kombinacji sześciu powiązanych ze sobą wstrząsów. Trzy dotyczą gospodarki amerykańskiej i są następujące: wyższy dług publiczny wynikający z obniżek podatków, po czym następują podwyżki podatków; trwałe obniżenie się oszczędności gospodarstw domowych w US; wzrost popytu na amerykańskie aktywa, głównie w krajach AS. Kolejne dwa wstrząsy określają relatywną siłę trendów wydajności poza US: trwałe wzrost wydajności w krajach AS wynoszący 5.5 procent rocznie; trwałe spowolnienie wzrostu wydajności w JE o 0.75 procent rocznie. Ostatni wstrząs opisuje politykę subsydiowania eksportu przyjętą przez wiele krajów azjatyckich, która powoduje, że światowy popyt na eksport z Azji rośnie o 5 procent. Autorzy przedstawiają efekt działania

każdego ze wstrząsów na globalną gospodarkę oraz przedstawiają najbardziej prawdopodobny scenariusz dalszego rozwoju wydarzeń.

- Wzrost długu publicznego w US powoduje wzrost ujemnej pozycji inwestycyjnej w tym kraju, która jest w większości finansowana przez wzrost aktywów zagranicznych netto w krajach AS, co wymaga wzrostu nadwyżki na rachunku bieżącym w krajach AS. Efekty w krajach JE i RC są podobne co do kierunku, ale w znacznie mniejszej skali.

- Spadek skłonności do oszczędzania Amerykanów jest modelowany poprzez zwiększenie stopy preferencji czasowych względem reszty świata. Autorzy zakładają, że konsumenci w US są bardziej niecierpliwi niż w JE i RC. W sumie ujemny szok dla krajowych oszczędności skutkuje wzrostem realnych stóp procentowych i obniżeniem popytu krajowego. W krótkim okresie bilans obrotów bieżących w US się pogarsza, ale w długim okresie deprecjacja zmniejsza deficyt.

- znaczący wzrost popytu na aktywa amerykańskie szczególnie w krajach AS powoduje wzrost aktywów zagranicznych netto tych krajów, i odpowiednie pogorszenie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej US. W rezultacie US ma duży deficyt obrotów bieżących, sięgający 3.7 procent PKB w krótkim okresie i 1 procent w długim okresie. W krótkim okresie gospodarstwa domowe w US konsumują więcej, a w krajach AS mniej. W długim okresie sytuacja się odwraca. W krótkim okresie waluty krajów AS się aprecjonują, a po upływie okresu dostosowawczego po aprecjacji wzrost w krajach AS rośnie.

- spadek tempa wydajności w krajach JE powoduje obniżenie się tempa wzrostu PKB, obniżają się inwestycje i osiągają nowy, niższy poziom kapitału w produkcji. Wielkość gospodarek JE względem innych krajów maleje, co ogranicza wpływ innych wstrząsów, poza faktem, że efekt większego długu publicznego działa silniej, gdyż kraje JE mają ciągle taką samą część przyrostu długu publicznego US do sfinansowania.

- wzrost wydajności w krajach AS działa podobnie jak spowolnienie w krajach JE, tylko w przeciwnym kierunku. Wzrost gospodarczy przyspiesza, rośnie krańcowa wydajność kapitału co pozwala na wzrost udziału kapitału w produkcji. Wpływ wstrząsu w krajach AS na globalną gospodarkę nie jest większy niż wstrząs wydajności w krajach JE, pomimo że ma o wiele większą wartość. To wynika z faktu, że gospodarki AS stanowią tylko 9.4% gospodarki globalnej, podczas gdy gospodarki JE aż 34.6% gospodarki globalnej.

- w wyniku subsydiowania eksportu w krajach AS popyt na eksport z tych krajów rośnie o 5 procent, mierzone względem importu w krajach US, JE i RC. Ponieważ subsydiowanie jest tymczasowe, nie ma efektów długookresowych a większy popyt na dobra produkowane AS za granicą jest niwelowany trwałą aprecjacją walut regionu AS o 23 procent, co prowadzi do

wzrostu importu w krajach AS. Ten szok nie powoduje dużych efektów dla bilansów obrotów bieżących w poszczególnych krajach, ale poprzez wzrost handlu w krajach AS kraje te stają się bardziej otwarte i bardziej powiązane w globalną gospodarką, co oddziałuje na siłę innych wstrząsów.

Autorzy przedstawiają łączny wpływ oddziaływania powyższych wstrząsów. W US stopniowo pogarsza się międzynarodowa pozycja inwestycyjna. Kurs walutowy stopniowo się deprecjonuje, co pozwala na stabilizację międzynarodowej pozycji inwestycyjnej a nadwyżka w bilansie handlowym pozwala na spłacanie wyższych kosztów obsługi dużych pasywów zagranicznych. Na początku konsumpcja w US rośnie jako procent PKB, a następnie spada w miarę jak US staje się coraz bardziej zadłużone. Inwestycje są stopniowo wypychane przez deficyt budżetowy. Deficyt obrotów bieżących rośnie do 5 procent PKB i stopniowo się obniża do stabilnego poziomu, co zajmuje około dziesięć lat. Kraje AS zgłaszają popyt na rosnącą podaż aktywów US i mają duże nadwyżki obrotów bieżących. Żeby zaabsorbować rosnące wpływy z dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto krajów AS ich waluty aprecjonują realnie między 10 a 20 procent, co jest uzyskiwane dzięki wyższej inflacji. Ponieważ w krajach AS jest założony mało elastyczny kurs walutowy, w celu ochrony kursu rosną realne stopy procentowe. Gospodarka spowalnia, gdyż mocniejszy kurs osłabia eksport a wyższe realne stopy procentowe ograniczają popyt krajowy. W średnim okresie spożycie rośnie jako procent PKB w antycypacji większego bogactwa i mniejszych oszczędności w średnim w długim okresie. W krajach JE zachodzą małe zmiany, w krajach RC podobnie, chociaż autorzy zaznaczają, że w krajach RC jest niska inflacja ponieważ występują mniejsze ruchy kursów walutowych, oraz kraje te prowadzą politykę celu inflacyjnego a nie celu kursowego.

Poza scenariuszem bazowym, który pozwala na stopniowe wyrównanie globalnych nierównowag, autorzy przedstawiają jeszcze inne scenariusze, które zakładają gwałtowną reakcję rynków finansowych na narastające nierównowagi, oraz scenariusze które zakładają podjęcie koniecznych reform w poszczególnych krajach.

3.7. Teoria optymalnego poziomu deficytu obrotów bieżących w ujęciu międzyokresowym

W dyskusji na temat dużego deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych jest obecny również wątek, który wskazuje że taki deficyt może być optymalny, ze względu na oczekiwane przyszłe tempo wzrostu PKB. W pracy Engel, Rogers (2006) pokazano, w ramach neoklasycznego modelu opisującego dwa kraje, że obecna stopa oszczędności w Stanach Zjednoczonych jest niska w związku z oczekiwaniami, że w przyszłości wzrost

dochodów będzie szybki, więc w celu wygładzenia konsumpcji obecnie Stany Zjednoczone dużo pożyczają za granicą. Jeżeli tak jest, to wówczas wymagana skala deprecjacji dolara w celu wyrównania globalnych nierównowag będzie niewielka. Na przykład autorzy pokazują, że jeżeli amerykańscy konsumenci oczekują, że udział PKB Stanów Zjednoczonych w globalnym PKB wzrośnie o 7 procent w ciągu następnych 25 lat, wówczas cały obecny deficyt obrotów bieżących tego kraju jest w całości wyjaśniony optymalnym zachowaniem konsumentów, bez konieczności poddawania analizie roli deficytu fiskalnego w tym procesie. Podobne tezy są stawiane w artykule Cooper (2005). Autor kwestionuje poprawność standardowego podejścia do deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych wskazując, że stopa oszczędności używana w tej analizie nie uwzględnia faktu, iż obecnie globalna gospodarka jest oparta na wiedzy. Ekonomści definiują oszczędności jako ograniczenie spożycia dzisiaj w celu zwiększenia spożycia w przyszłości. Według obecnych reguł wydatki na edukację, dobra trwałego użytku są traktowane jako spożycie i obniżają oszczędności. Autor natomiast twierdzi, że typowy samochód ma trwałość 10 lat a lodówka 25 lat, co powoduje, że zakup wielu dóbr trwałego użytku trudno określić jako spożycie, bardziej odpowiada koncepcji inwestycji/oszczędności. Podobnie wydatki na edukację są ponoszone w celu zwiększenia przyszłego dochodu i spożycia. Również wydatki firm na badania i rozwój nie są ujmowane właściwie w rachunkach narodowych, mimo że stopa zwrotu z edukacji i z badań jest znacznie większa niż z większości typowych inwestycji w majątek trwały. Według autora te trzy kategorie w Stanach Zjednoczonych w sumie wyniosły 19 procent PKB w ostatnich latach – 8.6 procent wydatki na dobra trwałego użytku, 7.3 procent na edukację i 2.8 procent na badania i rozwój. Jeżeli doda się te kategorie do 15 procent PKB oszczędności, w sumie Amerykanie zaoszczędzili jedną trzecią PKB, jeżeli się poprawnie zmierzy. Autor zauważa, że same rynki zaczęły w ten sposób rozumować, ponieważ wartość wielu firm sześćo-siedmiokrotnie przekracza wartość ich trwałych aktywów, co oznacza że rynki wyżej wyceniają kapitał ludzki, niż środki trwałe, gdyż wzrost w gospodarce opartej na wiedzy bierze się z tego, że zespoły ludzi tworzą nowe dobra i usługi, a nie z tego, że akumuluje się kapitał w postaci majątku trwałego. Autor konkluduje, że deficyt obrotów bieżących jest naturalną konsekwencją nadwyżki oszczędności w skali globalnej i atrakcyjności aktywów amerykańskich, i pozostanie „naturalnym produktem” globalnej gospodarki jeszcze przez wiele lat, zanim starzenie się społeczeństw w krajach europejskich i Azji nie spowoduje spadku stopy oszczędności i wyrównania nierównowag.

3.8. Zmiany wyceny aktywów i pasywów oraz różnice w stopach zwrotu

W dyskusji o globalnych nierównowagach pojawił się również wątek wpływu zmian wyceny aktywów i pasywów Stanów Zjednoczonych na międzynarodową pozycję inwestycyjną tego kraju oraz wątek różnicy w strukturze i dochodowości między aktywami i pasywami. W pracy Gourinchas, Rey (2005) została przeprowadzona analiza aktywów i pasywów zagranicznych Stanów Zjednoczonych w latach 1952-2004. Autorzy stwierdzają, że dochodowość aktywów była wyższa niż dochodowość pasywów i że ta tendencja nasiliła się po rozpadzie systemu Bretton Woods. Na przykład w okresie Bretton Woods osiągnięta stopa zwrotu z aktywów wynosiła średnio 4.04% i była tylko o 26 pb. większa od kosztu pasywów. Natomiast po 1973 roku ta różnica znacząco się zwiększyła, stopa zwrotu z aktywów wyniosła średnio 6.82% a stopa zwrotu z pasywów spadła do 3.50%. Tą sytuację politycy określali mianem nadzwyczajnego przywileju Stanów Zjednoczonych⁴¹. Autorzy zwracają uwagę również na to że, Stany Zjednoczone pożyczają od innych krajów na krótkie terminy zaś inwestują za granicą na długie terminy. Inna jest też struktura inwestycji, Stany Zjednoczone inwestują za granicą coraz więcej w postaci inwestycji bezpośrednich i inwestycji w akcje. Autorzy w tytule swojego artykułu stwierdzają, że Stany Zjednoczone zmieniły swoją rolę z bankiera światowego na światowego kapitalistę akceptującego podwyższone ryzyko⁴². Ważny jest również efekt zmiany wyceny, ponieważ prawie całe pasywa zagraniczne Stanów Zjednoczonych są denominowane w dolarach, zaś około 70 procent aktywów zagranicznych jest denominowanych w innych walutach⁴³. Dlatego deprecjacja dolara o 10 procent oznacza, przy innych czynnikach nie zmienionych, transfer w wysokości około 5.9% amerykańskiego PKB od reszty świata do Stanów Zjednoczonych⁴⁴. Autorzy pokazują, że efekt zmiany wyceny był bardzo duży i często przekraczał 5 procent PKB. Zwracają również uwagę, że w czasach, gdy Stany Zjednoczone były wierzycielem netto dla reszty świata, to efekt wyceny był z reguły ujemny, podczas gdy Stany Zjednoczone stały się pożyczkobiorcą netto, to wówczas efekt wyceny był z reguły dodatni.

⁴¹ Ang. Exorbitant privilege. Ten cytat przypisuje się generałowi de Gaulle, ale Gourinchas i Rey stwierdzają, że autorem był francuski minister finansów Valery Giscard d'Estaing, w 1965 roku, cytowany przez Le Figaro.

⁴² Ang. from world banker to world venture capitalist.

⁴³ Według danych Bureau of Economic Analysis w grudniu 2004 roku aktywa zagraniczne Stanów Zjednoczonych wynosił około 10 bilionów dolarów (85 % PKB), pasywa zagraniczne około 12.5 biliona dolarów (107% PKB), a zagraniczna pozycja inwestycyjna netto była ujemna i wynosiła -2.5 biliona dolarów (22% PKB).

⁴⁴ Oczywiście na efekt zmian z wycen nie wpływa tylko kurs walutowy, ale również relatywne stopy zwrotu osiągnane z inwestycji na rynkach w różnych krajach. Na przykład w latach 1977-1980 efekt wyceny zmienił się z ujemnego -3.6% PKB na dodatni 5.9% PKB co wynikało w znacznej mierze z faktu, że rynek amerykańskich akcji cechował się wyjątkowo niskimi stopami zwrotu.

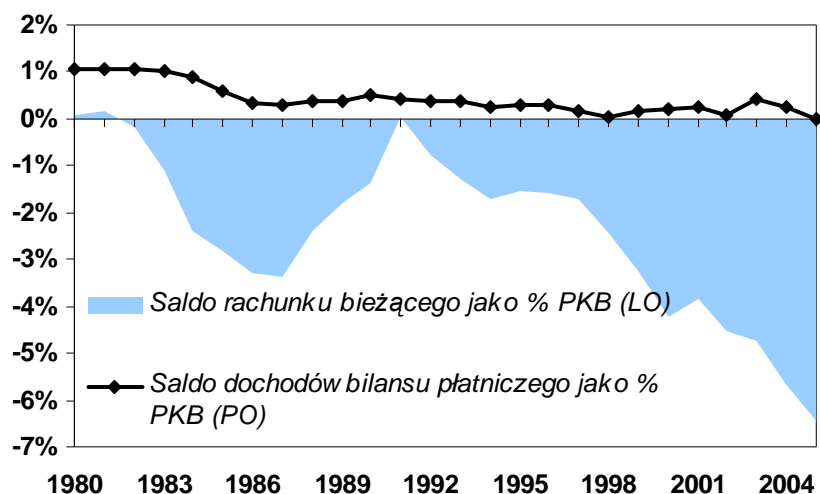
Autorzy przedstawiają też model, który pokazuje, jaka musiałaby być skala dostosowania kursu walutowego uwzględniająca kanał wyceny i kanał eksportu netto która doprowadziłaby do powrotu międzynarodowej pozycji netto Stanów Zjednoczonych do długookresowej równowagi. Szacunki wskazują na konieczną deprecjację dolara o około 75 procent, lub średniorocznie o 18 procent przez pięć lat. Autorzy zastrzegają, że nie ma żadnego powodu oczekiwać, że w ciągu tak krótkiego okresu międzynarodowa pozycja inwestycyjna Stanów Zjednoczonych powróci do oszacowanej długookresowej równowagi, jednak gdyby miała powrócić to takie właśnie zachowanie kursu dolara względem walut obcych wynika z ich modelu.

Wiele z tez udokumentowanych w artykule Gourichas, Rey (2005) było wcześniej stawianych w serii artykułów autorstwa Philip Lane i Gian-Maria Milesi-Ferretti, w tym w ostatnich Lane, Milesi-Ferretti (2005a i 2005b). W szczególności autorzy stwierdzają, że w przeszłości Stany Zjednoczone wykorzystywały zyski kapitałowe z zagranicznych aktywów w celu stabilizacji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Jednak przy tak szybko rosnących nierównowagach, aby kanał ten dalej mógł działać potrzebna byłaby dalsza znacząca różnica między stopą zwrotu z aktywów zagranicznych i kosztem pasywów zagranicznych. Mimo że autorzy oczekują, że pewna nadwyżka zostanie utrzymana, to szybko postępująca globalizacja rynków finansowych powinna te różnice ograniczyć. A to oznacza, że rola kanału zmian wyceny może osłabnąć, i pojawi się konieczność osłabienia kursu dolara wobec innych walut, a ryzyko *ex ante* tego scenariusza będzie odzwierciedlone w rynkowych stopach procentowych.

3.9. Teorie kwestionujące poprawność pomiaru nierównowag

Teoria wyjaśniająca globalne nierównowagi, która często pojawiała się w międzynarodowych mediach finansowych na przełomie 2005 i 2006 roku twierdziła, że ... deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych nie ma, że jest on statystyczną iluzją. W artykule Hausman, Sturzenegger (2005) zwrócono uwagę na pewną sprzeczność, tzn. na fakt, że potężnej ujemnej pozycji inwestycyjnej netto Stanów Zjednoczonych towarzyszy dodatnie saldo dochodów w bilansie obrotów bieżących.

Wykres 4. Bilans obrotów bieżących i saldo dochodów bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych



Źródło: Bureau of Economic Analysis

Autorzy pokazują jaka powinna być „faktyczna” pozycja inwestycyjna Stanów Zjednoczonych, która byłaby spójna z dodatnim saldem dochodów. Na przykład autorzy pokazują, że w latach 2000-2004 według oficjalnych danych skumulowana wielkość deficytów obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych wyniosła 2.5 biliona dolarów, natomiast według ich metody, wyliczenia deficytów z dochodów netto międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto poprawiła się o 300 miliardów dolarów. Według autorów to oznacza, że amerykańska gospodarka wyeksportowała w tym okresie coś wartego 2.8 miliarda dolarów, co rocznie daje eksport czegoś nieuwzględnianego przez oficjalne statystyki w wysokości 5.3 procent PKB. Autorzy nazywają to coś „ciemna materia”.⁴⁵ Autorzy wyjaśniają również skąd się bierze ciemna materia:

- wyższa stopa zwrotu uzyskiwana z amerykańskich inwestycji zagranicznych niż z inwestycji zagranicznych w Stanach Zjednoczonych; ponieważ skala międzynarodowych operacji amerykańskich korporacji znacznie wzrosła, wielkość ich zagranicznych aktywów jest prawdopodobnie niedoszacowana i to znacznie. Autorzy ilustrują tę tezę na przykładzie. Jeśli amerykańska firma zbudowała filię za granicą o wartości majątku 100 milionów dolarów, a inwestycja została sfinansowana kredytem o stopie procentowej 5%, to po uruchomieniu spółka córka, na skutek nowoczesnej amerykańskiej technologii i organizacji daje dochód operacyjny w wysokości 20 procent. Po odjęciu kosztów finansowych zagraniczny dochód

⁴⁵ Ang. dark matter.

netto wynosi 15 procent z każdego zainwestowanego dolara, mimo że według oficjalnych statystyk pozycja inwestycyjna netto wynikająca z tej transakcji wynosi zero, bo aktywa w wysokości 100 milionów dolarów są niwelowane pożyczką w tej samej wysokości. Według autorów poprawna miara aktywów zagranicznych nie wynosi jednak 100 milionów dolarów, tylko 400 milionów dolarów, bo jeżeli stopa procentowa wynosi 5%, to rynkowa wartość aktywów odpowiadająca dochodowi 20 milionów dolarów wynosi właśnie 400 milionów dolarów. Jest to znacznie więcej niż wartość księgową, ponieważ inwestycja zawiera znaczny *know-how*, lepszą strukturę finansową, lepszą ochronę prawną, doświadczenie, sprawną organizację etc. a wszystko to generuje środowisko sprzyjające wysokim zyskom. Innymi słowy dzięki temu gospodarka amerykańska wyeksportowała 300 milionów dolarów ciemnej materii i ma taką nadwyżkę w bilansie obrotów bieżących, co nie jest uwzględnione w oficjalnych statystykach. Z drugiej strony amerykańskie pasywa są nisko oprocentowane ponieważ:

- gospodarka amerykańska jest najbardziej stabilna, jest w stanie sprzedawać tę stabilność reszcie świata w postaci swoistej polisy ubezpieczeniowej. W praktyce oznacza to, że oprocentowanie amerykańskich obligacji jest znacznie niższe niż oprocentowanie obligacji na innych rynkach.

- usługi płynnościowe, które biorą się z używania dolarów jako waluty rozliczeniowej na najbardziej płynnych rynkach finansowych, co powoduje akceptowanie niższej stopy zwrotu z dolara⁴⁶.

To podejście zostało skrytykowane przez wielu ekonomistów. Przykładem może być artykuł Buitera (2006) w którym zostały poddane krytycznej weryfikacji wszystkie argumenty podnoszone przez Hausmann'a i Sturzenegger'a. Buitera pokazuje, że dochód z dolara jako globalnego pieniądza rezerwowego wynosi około jedną szóstą tego co szacują autorzy koncepcji ciemnej materii, oraz że dane nie potwierdzają, że wiedza zawarta w amerykańskich inwestycjach bezpośrednich za granicą generuje więcej dochodu niż wiedza zawarta w zagranicznych inwestycjach w Stanach Zjednoczonych. W sumie Buitera pokazuje, że z ponad 3 bilionów ciemnej materii Hausmann'a i Sturzenegger'a tylko około 500 miliardów można pozytywnie zweryfikować. Buitera konkluduje, że korekta nadmiernego

⁴⁶ Autorzy stosują swoją hipotezę ciemnej materii do oszacowania deficytu obrotów bieżących dla wszystkich krajów świata. Dla Polski według danych IFS deficyt obrotów bieżących w latach 2000-2004 wynosił -10, -5.4, -5.0, -4.6 i -3.6 procent PKB. Deficyt skorygowany o eksport netto ciemnej materii wynosił odpowiednio: -9, 1.4, -10, -35 i -19.1 procent PKB. Największym eksporterem ciemnej materii na świecie są Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, a importerem Rosja i Irlandia.

deficytu obrotów bieżących będzie wymagała znacznej deprecjacji realnego efektywnego kursu dolara o przynajmniej 30 procent, chociaż trudno jest przewidzieć kiedy to nastąpi.

4. Zestawienie hipotez i próba wyjaśnienia genezy globalnych nierównowag.

Po szczegółowym omówieniu wszystkich ważniejszych teorii i hipotez dotyczących mechanizmu powstania globalnych nierównowag, w niniejszym rozdziale zostało przedstawione ich zestawienie uzupełnione o analizę mocnych i słabych stron poszczególnych teorii.

| Hipoteza | Jakie elementy globalnych nierównowag zostały wyjaśnione, jakie są <u>mocne</u> strony tej hipotezy? | Jakie elementy globalnych nierównowag <u>nie</u> zostały wyjaśnione, jakie są <u>słabe</u> strony tej hipotezy? |
|---|---|---|
| Nieformalny system Bretton Woods 2 | Właściwie wskazuje na motywacje zachowań w Chinach i Stanach Zjednoczonych. We wstępnej fazie rozwoju Chin faktycznie nie mają innej strategii rozwoju i przesunięcia zatrudnienia ze wsi do miast niż strategia oparta na eksporcie. Natomiast Stany Zjednoczone otrzymują tanie finansowanie konsumpcji (w kraju i z importu) i inwestycji (w kraju i za granicą). Zagraniczna konsumpcja i inwestycje Amerykanów wspierają strategię rozwoju Chin. | Hipoteza słabo wyjaśnia finansowanie deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych przez inne kraje azjatyckie niż Chiny oraz finansowanie przez kraje eksportujące ropę naftową. Jeżeli system Bretton Woods 2 miałby się utrzymać, to w ciągu kilku lat rezerwy walutowe banków centralnych krajów Azji i eksporterów ropy naftowej musiałyby wzrosnąć z 3 do 7-8 bilionów dolarów, co jest mało prawdopodobne ze względu na związane z tym ryzyka. |
| Globalna nadwyżka oszczędności | Hipoteza poprawnie dostrzega bilansowe zależności, tzn. nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami w krajach azjatyckich. Dobrze wyjaśnia zachowanie stóp procentowych na międzynarodowych rynkach finansowych. | Hipoteza zakłada egzogeniczny wzrost oszczędności w Azji, który wymusił pewne dostosowania w Stanach Zjednoczonych. Takie ujęcie problemu może prowadzić do błędnych rekomendacji odnośnie do polityki gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i w krajach Azjatyckich. |
| Globalna susza inwestycyjna | Do obserwacji bilansowej nadwyżki oszczędności dołącza poprawną ocenę, że po kryzysie walutowym w Azji istotnie ograniczono inwestycje przy utrzymaniu wysokich oszczędności, co było powodem nadwyżek na rachunkach bieżących w krajach azjatyckich. | Teoria słabo wyjaśnia przypadek Chin, gdzie udział inwestycji w PKB sięga 45 procent, co trudno uznać za zbyt niski poziom. Poza tym wszystkie gospodarki azjatyckie poza Chinami są łącznie zbyt małe, żeby spadkiem ich inwestycji tłumaczyć zjawisko nierównowag w skali globalnej. |
| Ujemne oszczędności w Stanach Zjednoczonych | Niewątpliwie hipoteza ta poprawnie identyfikuje fakt, że globalne nierównowagi w znacznym stopniu są wynikiem bardzo niskich oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych. Natomiast w świetle tej teorii otwarte pozostaje pytanie o przyczyny tych niskich oszczędności, czy w większym stopniu są one wynikiem sytuacji w Stanach Zjednoczonych, czy zostały „wymuszone” przez czynniki zewnętrzne. | Częścią tej teorii jest hipoteza o bliźniaczych deficytach. Jednak wykazano brak silnej korelacji między deficytem budżetowym a deficytem obrotów bieżących, ponadto gdyby kluczową rolę odgrywał deficyt budżetowy, to wówczas należałoby się spodziewać wysokiego, a nie niskiego oprocentowania amerykańskich obligacji. |

| | | |
|---|---|---|
| Efekty kryzysu w Azji w latach 90-tych | Ta hipoteza poprawnie identyfikuje punkt startowy procesu powstawania globalnych nierównowag, w wielu pracach wykazano, że w tym okresie miała miejsca istotna zmiana strukturalna. | Słabością tej hipotezy jest fakt, iż tłumaczy ona akumulację rezerw dewizowych banków centralnych Azji do pewnego poziomu, ale trudno w świetle tej hipotezy uzasadnić, że np. motyw ostrożnościowy skłonił Chiny do budowy rezerw dewizowych w wysokości zbliżonej do biliona dolarów. |
| Wstrząsy wpływające na relatywną atrakcyjność inwestycyjną obszarów gospodarczych | Modele ekonomiczne są w stanie odtworzyć przebieg głównych zmiennych. Wydaje się że poprawnie identyfikowane są główne cechy analizowanych regionów (wysoki wzrost i dobrze rozwinięte rynki fononowe w Stanach Zjednoczonych i problemy ze wzrostem lub z funkcjonowaniem rynków finansowych w innych obszarach gospodarczych). | W modelach zakłada się pojawienie jakichś wstrząsów i analizuje konsekwencje, podczas gdy kluczowym elementem analizy globalnych nierównowag jest ocena skąd się wzięły wstrząsy, na ten temat teorie nie mają wiele do powiedzenia. Modele są uproszczeniem rzeczywistości, na przykład nie ma w nich rezerw walutowych lub rosnącego ryzyka kredytowego dotyczącego inwestycji w amerykańskie aktywa. |
| Teoria optymalnego poziomu deficytu obrotów bieżących w ujęciu międzyokresowym | Przy założeniu, że obserwowana w przeszłości różnica w tempie wzrostu Stanów Zjednoczonych i innych głównych obszarów gospodarczych utrzyma się, ta hipoteza pokazuje, że amerykański konsument faktycznie zachowuje się optymalnie, i obecne pożyczki spłaci z przyszłych wyższych dochodów w relacji do reszty świata. | Słabością hipotezy jest jej główne założenie, które można podważyć, gdyż nawet jeżeli w gospodarce strefy euro wzrost gospodarczy nie przyspieszy, to szybko rosnące gospodarki Chin i Indii w perspektywie kilkunastu lat radykalnie zmienią obecny udział poszczególnych regionów w globalnym wroście, a ponadto wydaje się, że Japonia na dobre zakończyła okres kilkunastoletniej stagnacji. |
| Zmiany wyceny aktywów i pasywów oraz różnice w stopach zwrotu | Ta teoria słusznie zwraca uwagę na nadzwyczajny przywilej Stanów Zjednoczonych, które osiągają zwrot z aktywów znacznie wyższy niż koszt pasywów, oraz na unikalny fakt, że pasywa zagraniczne Stanów Zjednoczonych są w walucie krajowej, co jest konsekwencją bycia emitentem światowej waluty rezerwowej. Zatem ograniczenie ujemnej pozycji inwestycyjnej Stanów Zjednoczonych łatwiej niż w przypadków innych krajów może dokonać się poprzez zmiany w wycenie na skutek ruchów kursowych. | Teoria tłumaczy, dlaczego skala pogłębiania się deficytu obrotów bieżących nie była jeszcze głębsza, ale nie porusza głównych problemów dotyczących globalnych nierównowag, ten nurt w dyskusji można potraktować jako uzupełniający główne wątki. |
| Teorie kwestionujące poprawność pomiaru nierównowag | Teoria eksportu ciemnej materii przez Stany Zjednoczone jest bardzo głośna medialnie i zwraca uwagę na konieczność głębokiej analizy w jaki sposób powinny być sporządzane statystyki w globalnej gospodarce. | Prace krytykujące hipotezę o eksporcie ciemnej materii pokazują, że teoria ta wyjaśnia tylko niewielki procent globalnych nierównowag, oraz że już niedługo zagadkowy układ ujemnej pozycji inwestycyjnej i dodatniego salda dochodów zniknie między innymi na skutek wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. |

W dyskusji pominięto też inne wątki, mniej eksponowane w literaturze. Na przykład King (2006) sugeruje, że powstała nowa forma specjalizacji. Chiny specjalizują się w produkcji tanich towarów konsumpcyjnych, mają natomiast słabo rozwinięte rynki finansowe. Natomiast Stany Zjednoczone specjalizują się w globalnym zarządzaniu aktywami, i

pobierają opłatę za zarządzanie w wysokości kilku procent. Nie zostały też omówione głębiej wątki związane z procesami demograficznymi, gdyż zdaniem autora ich znaczenie jest obecnie mniej istotne niż innych czynników, natomiast demografia zyska na znaczeniu w najbliższych dekadach w świetle szybkiego starzenia się wielu społeczeństw, w tym społeczeństwa chińskiego w następstwie polityki jednego dziecka. Nowym i potencjalnie bardzo istotnym wątkiem w literaturze, jest wpływ inwestycji w nietrwały kapitał – między innymi w kapitał intelektualny – na wzrost wydajności pracy i na inwestycje. Wiele prac, na przykład McGrattan, Prescott (2005a), McGrattan, Prescott (2005b), Corrado, Hulten, Michel (2005), pokazuje, że w rachunkach narodowych niepoprawnie mierzy się inwestycje, gdyż nie uwzględnia się inwestycji w takie elementy jak oprogramowanie czy badania i rozwój, które są traktowane jako koszty. Ponadto niektóre wydatki firm, na przykład na inwestycyjne usługi biznesowe, wydatki konsumentów na dobra trwałego użytku, czy tzw. *sweat investment*, czyli praca osób w firmach poniżej swojej ceny na rynku pracy w oczekiwaniu na zyski w późniejszych okresach, również powinny być uwzględnione w statystykach inwestycji. Po tych korektach obraz inwestycji i wzrostu wydajności pracy w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2003 przedstawia się inaczej niż w klasycznych statystykach, uzyskuje się znacznie wyższe inwestycje i znacznie wyższy wzrost wydajności pracy. Ponieważ omawiane zjawiska nie występowały w podobnej skali w innych gospodarkach, ujęcie inwestycji w kapitał nietrwały może dodatkowo wyjaśnić dynamikę powstawania globalnych nierównowag.

Na podstawie analizy słabych i mocnych stron poszczególnych hipotez powstania globalnych nierównowag można podjąć próbę przedstawienia najbardziej – zdaniem autora – prawdopodobnej sekwencji wydarzeń.

Mimo że analiza danych ekonomicznych wskazuje jednoznacznie, że początek procesu powstawania globalnych nierównowag miał miejsce po kryzysie azjatyckim w latach 1997-1998, to wydaje się, że procesy zachodzące w gospodarce amerykańskiej od połowy lat 1990-tych, w tym również te procesy, które są słabo odzwierciedlone w danych ekonomicznych, stworzyły podstawy powstania nierównowag kilka lat przed kryzysem azjatyckim. W latach 1990-tych w Stanach Zjednoczonych nastąpił wysoki wzrost wydajności pracy w sektorach usług rynkowych korzystających z technologii ICT⁴⁷ (np. handel hurtowy i detaliczny) oraz

⁴⁷ Szacunki wzrostu wydajności pracy w usługach są przedstawione między innymi w pracy Ark (2005).

wzrost inwestycji w majątek nietrwały, szczególnie w obszarach związanych z gospodarką opartą na wiedzy. Przedsiębiorstwa amerykańskie szybciej niż firmy w innych dużych krajach rozpoczęły proces offshoringu produkcji i usług, spłaszczyły swoje struktury organizacyjne, rozwinęły inwestycje w kapitał intelektualny. To spowodowało, że różnica we wzroście wydajności w gospodarce amerykańskiej i w innych dużych krajach wzrosła jeszcze bardziej niż wskazują oficjalne statystyki. Zatem Stany Zjednoczone stały się bardziej konkurencyjne niż inne obszary, co stworzyło warunki do silnego napływu kapitału. Napływowi kapitału sprzyjały silnie rozwinięte i bardzo płynne rynki finansowe. Na ten proces nałożył się kryzys azjatycki. Przed kryzysem kraje Azji importowały światowe oszczędności w celu finansowania dużych inwestycji, z których wiele okazało się nietrafionych. Kryzys azjatycki gwałtownie obniżył popyt inwestycyjny w tym regionie, na kilka lat zwiększył premię za ryzyko inwestowania na rynkach wschodzących, a jednocześnie gospodarka amerykańska cały czas była bardzo atrakcyjnym miejscem do inwestycji z wyżej wymienionych powodów. Zatem nawet bez świadomej decyzji krajów azjatyckich o budowie dużych rezerw walutowych, wydaje się, że Stany Zjednoczone ze względu na szybko rosnącą konkurencyjność gospodarki i tak importowałyby dużą część światowych oszczędności. Natomiast decyzja o akumulacji dużych rezerw walutowych i wybraniu strategii wzrostu opartej na eksporcie i na konkurencyjnych kursach walutowych stała się silnym akceleratorem powyższego procesu i z pewnością przyczyniła się do szybko pogłębiającego się deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych. Globalna nadwyżka oszczędności, która wynikała również z globalnej suszy inwestycyjnej oraz środowisko niskich stóp procentowych wspierało najpierw wzrosty cen na amerykańskich giełdach, a następnie po krachu internetowym w 2000 roku wzrosty cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Oba zjawiska spowodowały, że amerykańskie gospodarstwa domowe wykorzystały wzrost majątku (w akcjach i w nieruchomościach) do zwiększenia konsumpcji. Na to nałożyło się pogorszenie deficytu budżetowego, jednak rola ujemnych oszczędności rządowych nie była kluczowa ani bardzo znacząca. Począwszy od 2004 roku coraz większą rolę w pogłębianiu globalnych nierównowag zaczęła odgrywać drożejąca ropa naftowa i nadwyżki oszczędności w krajach eksporterach ropy naftowej, przy malejących i następnie ujemnych oszczędnościach amerykańskich gospodarstw domowych. W 2005 roku dodatkowo proces narastania nierównowag został przyspieszony przez aprecjację dolara, chociaż wpływ aprecjacji na pogorszenie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej został zneutralizowany szybszymi wzrostami na giełdach zagranicznych niż na giełdach amerykańskich.

Wydaje się, że taka właśnie sekwencja wydarzeń w latach 1995-2006 doprowadziła do obecnej sytuacji, czyli do deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych w wysokości 6.5 procent PKB.

5. Możliwe konsekwencje globalnych nierównowag – synteza literatury.

Lista artykułów które oceniają skutki globalnych nierównowag i możliwe scenariusze jest imponująco długa. Wymieńmy tylko niektóre: Blanchard, Giavazzi, Sa (2005), Caballero, Farhi, Gourinchas (2005), Chinn (2005), Chinn, Frankel (2005), Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003, 2004, 2005), Edwards (2005), Edwards (2006), Faruqee et al. (2005), Gross (2005), MFW (2005), MFW(2006), Lane, Milesi-Ferretti (2005b), Roubini (2005). Temat ten był również analizowany w bardzo wielu publikacjach banków inwestycyjnych i przedmiotem wystąpień prezesów wielu banków centralnych: Rezerwy Federalnej, EBC, Banku Anglii, Banku Japonii, Banku Australii czy Banku Indii, żeby wymienić tylko niektóre, oraz prominentnych przedstawicieli Międzynarodowego Funduszu Walutowego: Rodrigo de Rato i Raghurama Rajana. Tematem tym zajmował się również Komitet Stosunków Międzynarodowych EBC, analizując mechanizm procesu akumulacji rezerw dewizowych i możliwe skutki⁴⁸.

Prace można podzielić na dwie grupy, na te których autorzy uważają, że znaczne nierównowagi są naturalne w globalnej gospodarce i w związku z tym nie należy oczekiwać żadnych dostosowań na rynkach finansowych, i na te których autorzy uważają, że globalne nierównowagi mogą czy nawet muszą prowadzić do – być może gwałtownych – dostosowań na rynkach finansowych. W pracach pierwszej grupy globalne nierównowagi stopniowo ustępują na skutek działania procesów „naturalnych”. Na przykład starzenie się społeczeństwa Japonii w ciągu kilkadziesiąt lat przyczyni się do redukcji nadwyżki obrotów bieżących tego kraju i do pojawienia się deficytu. W niektórych scenariuszach szybko rozwijające się Chiny zwiększą konsumpcję, podczas gdy gospodarstwa domowe w Stanach Zjednoczonych ograniczą wzrost spożycia. Na skutek działania tych procesów popyt Stanów Zjednoczonych na światowe oszczędności zmniejszy się, a podaż oszczędności w krajach azjatyckich zmaleje, co ograniczy globalne nierównowagi.

⁴⁸ Por. EBC (2006).

Autorzy z drugiej grupy oceniają, że mniej lub bardziej gwałtowne dostosowania cen aktywów na rynkach finansowych są nieuchronne, zaś ich skala zależy od polityki makroekonomicznej prowadzonej w największych gospodarkach świata. W wielu pracach i w wypowiedziach bankierów centralnych, występuje coraz większa zgodność co do tego, jakie niezbędne reformy trzeba podjąć, aby ograniczyć skalę możliwych dostosowań, czy nawet zaburzeń na rynkach finansowych. Lista zalecanych reform jest następująca:

- zwiększenie stopy oszczędności w Stanach Zjednoczonych poprzez ograniczenie deficytu budżetowego i wzrost oszczędności gospodarstw domowych, dzięki przeprowadzenia reformy ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych;
- przeprowadzenie reform strukturalnych w krajach Unii Europejskiej i w Japonii, które zwiększyłyby produkt potencjalny tych krajów i przez to ich atrakcyjność inwestycyjną; w szczególności wyraźnym priorytetem w Unii Europejskiej powinno być wdrożenie reaktywowanej strategii lizbońskiej
- wdrożenie reform sektora finansowego w Chinach, między innymi poprzez jego większe otwarcie na kapitał zagraniczny i ograniczenie roli państwa w kierowaniu tym sektorem; to powinno poprzedzać stopniowe uelastycznienie reżimu kursowego w Chinach i stopniową aprecjację renminbi⁴⁹. Prowadzenie polityki bardziej zrównoważonego – regionalnie, środowiskowo, pod kątem czynników – wzrostu w Chinach i odejście od polityki wzrostu gospodarczego za wszelką cenę, za pomocą wzrostu eksportu i wielkich państwowych inwestycji infrastrukturalnych.

Jeżeli te reformy zostałyby wdrożone, wówczas zdaniem części ekonomistów z drugiej grupy proces narastania globalnych nierównowag mógłby zostać zahamowany. Zmiany cen aktywów konieczne dla przywrócenia globalnej równowagi byłyby wtedy nieznaczące. Jednak w tej grupie są i tacy ekonomiści⁵⁰, którzy twierdzą, że nawet gdyby reformy zostały wdrożone, to i tak konieczna będzie znacząca deprecjacja realnego efektywnego kursu dolara, głównie wobec walut azjatyckich, ale również w pewnym stopniu wobec euro, zaś oczekiwania takiej deprecjacji spowodują wzrost długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, co może przyczynić się do bessy na rynku nieruchomości, spowodować znaczący spadek spożycia gospodarstw amerykańskich⁵¹ i wywołać recesję w największej gospodarce świata, a być może i w skali globalnej.

⁴⁹ W odniesieniu do waluty chińskiej używa się określenia renminbi lub yuan. Yuan raczej określa jednostkę waluty chińskiej i jest używane potocznie, zaś oficjalnie używaną nazwą jest renminbi.

⁵⁰ Np. Edwards (2005).

⁵¹ Od pewnego czasu gospodarkę amerykańską określa się nieco żartobliwie mianem konsumenta ostatniej instancji.

Jak widać, zdania ekonomistów na temat możliwych scenariuszy w przypadku wdrożenia reform są podzielone. Natomiast wśród ekonomistów drugiej grupy istnieje zgodność poglądów na temat tego co się wydarzy w przypadku braku reform. Różnią się oni tylko skalą przewidywanych zjawisk. W takim scenariuszu w celu przywrócenia globalnej równowagi konieczna jest znaczna deprecjacja dolara i silny wzrost długoterminowych stóp procentowych. Wtedy bardzo prawdopodobna staje się globalna recesja, o różnej skali natężenia w poszczególnych rejonach świata. Niektórzy autorzy⁵² widzą nawet ryzyko, że w takim scenariuszu dolar może szybko stracić status globalnej waluty rezerwowej na rzecz euro.

Skala dostosowania kursu walutowego i długoterminowych stóp procentowych jest różnie szacowana przez różnych autorów. W przypadku kursu walutowego wielu autorów, z reguły o chińskich nazwiskach, pokazuje, że kurs renminbi wcale nie jest niedowartościowany, natomiast w wielu innych artykułach wskazuje się na konieczność aprecjacji renminbi wobec dolara o 20-30 procent. Przewiduje się także podobną aprecjację realnego efektywnego kursu dolara, chociaż są szacunki mówiące o koniecznej skali deprecjacji przekraczającej 50 procent.

Przedstawiona poniżej tabela 2, zaczerpnięta z pracy EBC (2006), pokazuje jak bardzo różnią się szacunki ilustrujące wpływ akumulacji rezerw w bankach centralnych na rentowność amerykański obligacji skarbowych. W przypadku zatrzymania procesu finansowania amerykańskiej konsumpcji przez zagraniczne banki centralne dostosowanie stóp procentowych prawdopodobnie znacznie przekroczyłoby szacowane poziomy, ponieważ wraz z zatrzymaniem finansowania ze strony instytucji publicznych, prawdopodobnie zmniejszyłoby się również finansowanie ze strony instytucji prywatnych.

⁵² Por. Chinn, Frankel (2005).

Tabela 2: Szacunki wpływu akumulacji rezerw na obniżenie oprocentowania amerykańskich obligacji skarbowych

| Źródło | Podjęcie | Szacunek |
|------------------------|---|---|
| Merrill Lynch | - | 30 pb |
| JP Morgan | - | 30-50 pb |
| Goldman Sachs | - | 40 pb |
| Edwin Truman | Zgrubny szacunek zakładający podobieństwo reakcji na akumulację rezerw jak na deficyt budżetowy | 75 pb |
| Patrick Artus | Regresja zmian rentowności na deficyt fiskalny, deficyt obrotów bieżących i zagraniczne zakupy obligacji skarbowych | 75 pb |
| Ben Bernanke et al. | Regresja zmian rentowności względem szacunków skali interwencji, interpretacja braku równowagi jako reakcja na szok popytowy | 50-100 pb |
| Bill Gross | - | 100 pb |
| Banque de France | Model korekty błędem: szacunki długo- i krótko-okresowych relacji między rentownościami, deficytem fiskalnym i miarami zakupów obligacji przez zagraniczne instytucje, publiczne i prywatne. | 125 pb |
| Stephen Roach | - | 100-150 pb |
| Nouriel Roubini et al. | Zgrubny szacunek na podstawie istniejących opracowań, korygujący wcześniejsze wyniki o możliwe obciążenie w dół z powodu ograniczeń używanych metod statystycznych | 200 pb |
| McCauley (BIS) | Analiza regresji zmian rentowności na zmiany stanów posiadania papierów skarbowych przez zagraniczne banki centralne, według danych z depozytu papierów wartościowych prowadzonego przez Rezerwę Federalną. | Efekt znaczny, ale niestabilny i raczej krótko-okresowy |
| Vanguard Group | Analiza w modelu VAR, relacja między rentownościami obligacji o różnych terminach zapadalności, istniejącym długiem publicznym i zakupami obligacji przez nierezydentów. | Brak efektu długo-okresowego |

(-) oznacza, że metodologia szacunków nie została opublikowana

Źródło: EBC (2006).

Bardzo trudno jest ocenić, która grupa ekonomistów będzie miała rację, ponieważ bardzo wiele zależy od tego, jak poziom nierównowag i przez jak długi okres będzie akceptowany na rynkach finansowych. Najlepiej ten problem zilustrowano w pracy Edwards (2005), gdzie przed oszacowaniem koniecznej skali deprecjacji dolara ocenia się jaki poziom ujemnej pozycji inwestycyjnej netto Stanów Zjednoczonych będzie tolerowany przez międzynarodowe rynki finansowe. To założenie jest absolutnie kluczowe dla wyprowadzanych wniosków. Według obecnych prognoz skala skumulowanego deficytu Stanów Zjednoczonych w ciągu trzech lat może przekroczyć 50 procent PKB, z szacowanych

niewiele poniżej 30 procent PKB na koniec 2005 roku. Może się zdarzyć, że rynki finansowe – w tym banki centralne – w dalszym ciągu będą finansowały roczne deficyty obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych sięgające prawie 900 mld dolarów, przy niewielkim wzroście rynkowych stóp procentowych, który kompensowałby rosnące ryzyko kursowe. Może się jednak zdarzyć, że tak duża ujemna pozycja inwestycyjna nie będzie tolerowana, gdyż do tej pory tylko kilka krajów spośród gospodarek rozwiniętych było tak bardzo zadłużonych. Według pracy Lane, Milesi-Ferretti (2005a), w 2003 roku było tylko kilka krajów na świecie, których ujemne aktywa zagraniczne netto znacznie przekraczały 50 procent PKB: Nowa Zelandia, Australia i Islandia. Jak widać, są to albo kraje małe, albo jak w przypadku Australii kraj o PKB per capita ponad dwukrotnie niższym niż Stany Zjednoczone. Wśród krajów rozwijających się, najbardziej ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną miały Węgry, przekraczała 60 procent PKB, w przypadku Polski było to około 40 procent PKB. Faktycznie na podstawie takiej próbki trudno jest ocenić skalę tolerancji rynków finansowych, szczególnie w przypadku największej gospodarki świata, która jest emitentem światowego pieniądza rezerwowego, który teraz ma jednak konkurenta w postaci euro. Jednak doświadczenia minionych dekad pokazują, że rynki bywają bardzo zmienne i że czasami jakieś wydarzenie, pozornie nieistotne, może wywołać całą lawinę wydarzeń⁵³.

Edwards (2006) oszacował na podstawie danych w innych krajów, które miały duże deficyty obrotów bieżących i które następnie uległy znacznemu ograniczeniu, że prawdopodobieństwo uruchomienia procesów rynkowych prowadzących do zmniejszenia deficytu w Stanach Zjednoczonych wzrosło z 1,7 procent w 1999 roku do 14,9 procent w 2006 roku. To prawdopodobieństwo pozostaje ciągle na relatywnie niskim poziomie, ale dynamika przyrostu jest duża i każdy kolejny rok utrzymywania się wysokiego deficytu, szczególnie jeżeli nie towarzyszyłaby temu poprawa *terms-of-trade* Stanów Zjednoczonych (na przykład na skutek wzrostu cen surowców), może prowadzić do dalszego szybkiego wzrostu tego prawdopodobieństwa.

Warto również wspomnieć, że utrzymujące się globalnie niskie stopy procentowe doprowadziły do poszukiwania przez inwestorów strategii zwiększania dochodowości⁵⁴. Według raportu BRM (2006) w 2005 roku na rynki rozwijające się napłynęła największa ilość prywatnego kapitału od roku poprzedzającego kryzys azjatycki, szczególnie dotyczy to europejskich emerging markets. Doprowadziło to do silnych wzrostów na giełdach na tych

⁵³ Przykładem może być na przykład fala wyprzedaży na rynkach rozwijających się w marcu 20006 r. po tym, jak obniżono rating ... Islandii. Chociaż warto pamiętać, że w tym czasie na rynki finansowe oddziaływały również inne czynniki, jak na przykład rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych.

⁵⁴ Ang. yield enhancement strategy.

rynkach, oraz do spadku spreadów do poziomów najniższych w historii, mimo, że jakość kredytowa emerging markets nie jest najlepsza w historii, chociaż się poprawia, mierzona ratingami Standard & Poors. Dlatego raport Banku Rozliczeń Międzynarodowych konkluduje, że inwestorzy mogli nie docenić ryzyka kredytowego niektórych krajów i rynki wschodzące może dotknąć przecena. Jak widać, jednym z efektów procesu globalnych nierównowag jest również silny napływ kapitału do takich krajów jak Polska, który prowadzi do aprecjacji kursu walutowego i wzrostu cen aktywów. Podobnie jak w przypadku oceny trwałości samych globalnych nierównowag, tak samo trudno jest ocenić trwałość obecnego dużego napływu kapitału na rynki wschodzące. W przypadku krajów które stały się członkami Unii Europejskiej w 2004 roku dodatkowym czynnikiem zwiększającym napływ kapitału jest większa atrakcyjność inwestycyjna oraz trwały spadek premii za ryzyko związany z członkostwem w UE.

6. Podsumowanie i wnioski.

W artykule przedstawiono omówienie i syntezę literatury dotyczącej zjawiska globalnych nierównowag. Przedstawione zostały wszystkie główne hipotezy genezy tego zjawiska, stan dyskusji nad możliwymi konsekwencjami, omówiono rekomendacje dla działań polityki gospodarczej, które należy podjąć, żeby ograniczyć ewentualne negatywne skutki globalnych nierównowag. W artykule po raz pierwszy nie tylko zestawiono wszystkie konkurencyjne teorie dotyczące globalnych nierównowag, ale również zostały one usystematyzowane, wykazano ich mocne i słabe strony oraz wykorzystano mocne strony tych teorii do przedstawienia spójnego scenariusza procesu powstawania globalnych nierównowag.

Z tej analizy wynikają dwa wnioski dotyczące globalnych nierównowag:

- (1) żadna hipoteza nie tłumaczy w całości globalnych nierównowag, natomiast elementy hipotez globalnej nadwyżki oszczędności, suszy inwestycyjnej, zbyt niskich oszczędności w Stanach Zjednoczonych oraz ostrożnościowego motywu budowy rezerw walutowych po kryzysie azjatyckim łącznie dobrze opisują mechanikę powstania globalnych nierównowag;
- (2) dostosowania na rynkach finansowych które będą prowadziły do wyrównania globalnych nierównowag są nieuniknione, trudno natomiast przewidzieć kiedy nastąpią. W przypadku braku odpowiednich reform wzrośnie prawdopodobieństwo, że dostosowania te wystąpią szybciej, będą głębsze i mogą prowadzić do znacznego obniżenia tempa wzrostu globalnej gospodarki.

Z analizy tej wynikają również wnioski dla rynków rozwijających się w tym dla Polski. Dzięki bardzo korzystnym warunkom na rynkach finansowych kraje takie jak Polska mogły w ostatnich latach korzystać z bardzo taniego finansowania, co w wielu przypadkach pozwoliło poprawić strukturę długu publicznego. Ponieważ jednak globalne nierównowagi nie mogą się utrzymać w długim okresie w obecnej skali – chociaż co do perspektywy najbliższych kilku lat zdania ekonomistów są podzielone – kraje klasyfikowane jako rynki wschodzące muszą przygotować się na okres mniej korzystnych warunków zewnętrznego finansowania i być może na okres spowolnienia globalnego wzrostu. To oznacza konieczność prowadzenia polityki ograniczania deficytu sektora finansów publicznych i wzmocnienia podażowej strony gospodarki. Warto też pamiętać, że sukces danego kraju w przyszłości w coraz większym stopniu zależy od zdolności tego kraju do skorzystania z szans jakie niesie ze sobą globalizacja handlu towarów i usług, produkcji, rynków finansowych, rynku pracy i kapitału oraz wiedzy. Początek procesu ograniczania globalnych nierównowag może być trudnym testem dla wielu krajów, testem weryfikującym czy taką zdolność posiadają.

Bibliografia

- Ahearne A. et al. (2005) „*House Prices and Monetary Policy: A Cross Country Study*”, Fed Board of Governors, International Finance Discussion Papers, wrzesień 2005.
- Aizenman J., Lee J. (2005) “*International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence*”, IMF Working Paper WP/05/198, październik 2005.
- Ark B. van (2005) “*Europe’s Productivity Gap: Catching Up or Getting Stuck*”, artykuł zaprezentowany na sympozjum Banque de France, 4 listopada 2005.
- Backus D., Henriksen E., Lambert F., Telmer C. (2005) “*Current Account Fact and Fiction*”, working paper, New York University, grudzień 2005.
- Barclays Capital (2006) „*Market Strategy Americas*”, Barclays Capital, styczeń 2006.
- Benati L. (2006) “*UK monetary regimes and macroeconomic stylized facts*”, Bank of England Working Paper no. 290, marzec 2006.

- Bernanke B. (2005) *“The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri Updates speech given on March 10, 2005, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 14 kwietnia 2005.
- Bergsten C.F. ed. (1985) *“Global Economic Imbalances”*, Institute for International Economics Special Reports 4, grudzień 1985.
- Blanchard O., Giavazzi F., Sa F. (2005) *“The U.S. Current Account Deficit and the Dollar”*, NBER Working paper 11137.
- Bordo M. (2005) *“Historical Perspective on Global Imbalances”*, NBER Working Paper No 11383, maj 2005.
- BRM (2006) *“BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments”*, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, marzec 2006.
- Buiter W. (2006) *“Dark Matter or Cold Fusion?”*, Goldman Sachs Global Economics Paper No:136, styczeń 2006.
- Caballero R., Farhi E., Gourinchas P. (2005) *“An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates”*, mimeo, MIT, wrzesień 2005.
- Chinn M. (2005) *“Getting Serious about Twin Deficits”*, working paper, The Bernard and Irene Schwartz Series on the Future of American Competitiveness, CSR No. 10, wrzesień 2005.
- Chinn M., Frankel J. (2005) *“Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency”*, artykuł zaprezentowany na konferencji NBER, wkrótce zostanie opublikowany w książce (ed.) R. Clarida *“G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment”*, University of Chicago Press.
- Chinn M., Lee J. (2005) *“Three Current Account Balances: A “Semi-Structuralist” Interpretation”*, mimeo, University of Wisconsin, październik 2005.
- Chinn M., Ito H. (2005) *“Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World “Savings Glut”*, NBER working paper 11761, listopad 2005.
- Clarida R., Goretto M., Taylor M. (2005) *“Are There Thresholds of Current Account Adjustment in the G7?”*, working paper, Columbia University, listopad 2005.
- Cooper R. (2005) *“Living with Global Imbalances: A Contrarian View”*, Policy Briefs in International Economics No. PB-05, Institute for International Economics, listopad 2005.
- Corrado C., Hulten C., Sichel D. (2005) *“Intangible Capital and Economic Growth”*, Federal Reserve Board, University of Maryland and NBER working paper, październik 2005.

- Corsetti G., Muller G. (2005) *“Twin Deficits: Squaring Theory, Evidence and Common Sense”*, CEPR working paper, listopad 2005.
- Czarny E. (2004) *“Globalizacja od A do Z”*, Narodowy Bank Polski, 2004.
- Debelle G., Galati G. (2005) *“Current account adjustment and capital flows”*, BIS Working Paper No 169, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, luty 2005.
- Dieter H. (2005) *“The US Economy and the Sustainability of Bretton Woods II”*, Journal of Australian Political Economy No 55, czerwiec 2005.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2003) *„An Essay on the Revived Bretton Woods System“*, NBER Working Paper 9971, wrzesień 2003.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2004a) *„The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries”*, NBER Working Paper 10332, marzec 2004.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2004b) *„Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery“*, NBER Working Paper 10626, lipiec 2004.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2004c) *„The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Equity Swap“*, NBER Working Paper 10727, sierpień 2004.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2005) *„Savings Glut and Interest Rates: the Missing Link to Europe“*, NBER Working Paper 11520, lipiec 2005.
- EBC (2006) *“The Accumulation of Foreign Reserves”*, Occasional Paper No. 43, International Relations Committee Task Force, luty 2006.
- Edwards S. (2005) *“Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And if not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?”*, NBER working paper 11541, sierpień 2005.
- Edwards S. (2006) *“The U.S. Current Account Deficit: Gradual Correction or Abrupt Adjustment?”*, NBER working paper 12154, marzec 2006.
- Engel C. Rogers J. (2006) *“The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output”*, NBER working paper 11921, styczeń 2006.
- Erceg C., Guarrieri L., Gust C. (2005) *“Explanatory Fiscal Shocks and the Trade Deficit,”* International Finance Discussion Paper, No. 825, Board of Governors of the Federal Reserve System, styczeń 2005.
- Evans C. (2000) *“Do National Borders Matter?”*, mimeo, Federal Reserve Bank of New York.

- Faruqee H., Laxton D., Muir D., Pesenti P. (2005a) “*Current Accounts and Global Rebalancing in a Multi-Country Simulation Model*”, presented at the NBER conference, “G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment”, 1–2 czerwiec 2005.
- Faruqee H., Laxton D., Muir D., Pesenti P. (2005b) “*Smooth Landing or Crash? Model-Based Scenarios of Global Current Account Rebalancing*”, NBER working paper 11583, sierpień 2005.
- Feldstein M., Horioka C. (1980) “*Domestic Savings and International Capital Flows*”, Economic Journal, czerwiec 1980.
- Feldstein M. (1985) “*The View from North America*”, w Bergsten C.F. ed. “*Global Economic Imbalances*”, IIE, Waszyngton 1995.
- Feldstein M. (1999), “*Self-Protection for Emerging Market Economies*,” NBER Working Paper 6907, styczeń 1999.
- Feldstein M. (2005) “*Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Capital Flows*”, NBER Working Paper 11856, grudzień 2005.
- Feldstein M. (2006) “*The Case for a Competitive Dollar*”, remarks at the Economic Summit of the Stanford Institute for Economic Policy Research, 3 marca 2006.
- Frazier M. (2006) “*Pensions, Public Opinion and the Graying China*”, Asia Policy, styczeń 2006.
- Friedman T. (2005) “*The World is Flat. A Brief History of the Twenty-First Century*”, Farrar, Straus, Giroux, New York.
- Goldstein M., Lardy N. (2005) “*China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity*”, Institute for International Economics, working paper WP 05-2, marzec 2005.
- Gosselin M-A. Parent N. (2005) “*An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia*”, Bank of Canada working paper 2005-38, grudzień 2005.
- Gotz-Kozierkiewicz D. (2002) “*Globalizacja rynków finansowych*”, w książce Liberska B ed. „*Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*”, PWE, Warszawa 2002.
- Gourinchas P-O., Rey H. (2005) “*From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege*”, working paper UC Berkeley, sierpień 2005.
- Greenspan A. (1999) “*Currency Reserves and Debt*”, Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before The World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, D.C., 29 kwietnia 1999.

- Greenspan A. (2005a) “*Current Account*” presentation at Advancing Enterprise 2005 Conference (Londyn, Wielka Brytania), 4 luty 2005.
- Greenspan A., Kennedy J. (2005b) “*Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences.*” Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series Paper 2005-41.
- Gross B. (2006) “*The Gang Who Couldn’t Talk Straight*”, PIMCO Investment Outlook, marzec 2006.
- Gruber J., Kamin S. (2005) “*Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances*”, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 846, listopad 2005.
- Hausmann R., Sturzeneger (2005) “*Global imbalances or bad accounting? The missing dark matter in the wealth of nations*”, Harvard University working paper, grudzień 2005.
- Hongbin Q. (2006) „*China Economic Insight. Balancing Act*”, HSBC Global Research, styczeń 2006.
- Hooper P., Mann C. (1989) “*The Emergence and Persistence of the U.S. External Imbalance, 1980-87*”, Princeton Studies in International Finance, No. 65, październik 1989.
- Hotelling H.(1931) “*The Economics of Exhaustible Resources*”, Journal of Political Economy, kwiecień 1931.
- HSBC (2006a) „*The New World Order*”, HSBC Global Economics, styczeń 2006.
- HSBC (2006b) “*China Economic Insight. Balancing Act*”, HSBC Global Research, styczeń 2006.
- Kaliński J. (2004) “*Globalizacja w perspektywie historycznej*”, w Czarny E. (ed) „*Globalizacja od A do Z*”, NBP 2004. , Londyn, maj 2006.
- King S. (2006) „*Global Imbalances: Economic Myth and Political Realist*”, HSBC Global Research
- Kouparitsas M. (2005) “*Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable?*”, Chicago Fed Letter no. 215, czerwiec 2005.
- Kukliński A., Pawłowski K. ed. (2005) “*Europe – The Global Challenges*”, Recifer Eurofutures Publication Series REUPUS, Wyższa Szkoła Biznesu – National Louis University, Nowy Sącz 2005.
- Kukliński A., Skuza B. ed. (2006) “*Turning Points in the Transformation of the Global Scene*”, The Polish Association for the Club of Rome, Oficyna Wydawnicza “Rewasz”, Warszawa 2006.

- Lane P., Milesi-Ferretti HG-M. (2005a) "*Financial Globalization and Exchange Rates*", IMF Working Paper WP/05/3, styczeń 2005.
- Lane P., Milesi-Ferretti G-M. (2005b) "*A Global Perspective on External Positions*", IMF mimeo, lipiec 2005.
- Lansing K. (2005) "*Spendthrift Nation*", FRBSF Economic Letter, listopad 2005.
- Liberska B. ed. (2002) "*Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*", Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2002.
- Loeys J., Mackie D., Meggyesi P., Panigirtzoglou N. (2005) "*Corporates Are Driving the Global Savings Glut*", J.P. Morgan Research, 24 czerwca 2005.
- Macfarlane I.J. (2005) "*What are the global imbalances*", Talk to Economic Society of Australia dinner, 28 wrzesień 2005.
- Małecko W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001) „*Kryzysy walutowe*”, PWN, Warszawa 2001.
- Mauldin J. (2006) "*Investors' Insight*", newsletter, 6 January 2006.
- McCallum J. (1995) "*National Borders Matter: Canada-US Regional Trade Patterns*", American Economic Review, czerwiec 1995.
- McGrattan E., Prescott E. (2005a) "*Productivity and the Post-1990 U.S. Economy*", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 350, maj 2005.
- McGrattan E., Prescott E. (2005b) "*Expensed and Sweat Equity and the Macroeconomy*", Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 350, listopad 2005.
- Mendoza, R.(2004) "*International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era?*" Emerging Markets Review 5(1).
- MFW (2005) „*World Economic Outlook*”, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, wrzesień 2005.
- MFW (2006) „*World Economic Outlook*”, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, kwiecień 2006.
- Mountford A., Uhlig H. (2004) "*What are the effects of Fiscal Policy Shocks*", Humboldt University mimeo.
- NBP (2006) "*Raport o inflacji*", Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, styczeń 2006.
- Obstfeld M., Rogoff K. (1996) "*Foundations of International Economics*", Cambridge, MA, MIT Press

- Obstfeld M., Rogoff K. (2000a) *“Perspectives on OECD Capital Markets Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment”*, in Federal Reserve Bank of Kansas City, Global Economic Integration: Opportunities and Challenges.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2000b) *“The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”*, NBER Working Paper 7777.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2004) *“The Unsustainable U.S. Current Account Deficit Revisited”*, working paper Harvard University.
- Obstfeld M., Rogoff K. (2005) *“Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments”*, working paper UC Berkeley.
- OECD (2004) *“Economic outlook”*, czerwiec 2004.
- Perotti R. (2005) *“Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD countries”*, CEPR Discussion Paper 4842.
- Rajan R. (2006) *“Perspectives on Global Imbalances”*, Remarks by Economic Counsellor and Director of IMF Research Department at the Global Financial Imbalances Conference London, United Kingdom, 23 stycznia 2006.
- Rato R. (2006) *“Shared Responsibilities: Solving the Problem of Global Imbalances”*, Speech of the International Monetary Fund Managing Director at the University of California at Berkeley, 3 luty 2006.
- Roubini N., Setser B. (2005) *“Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”*, artykuł zaprezentowany na konferencji Federal Reserve Bank of San Francisco, luty 2005.
- Roubini N. (2005) *“Bretton Woods 2: The Dynamics of Its Forthcoming Unraveling”*, mimeo, Stern School of Business and Roubini Global Economics
- Rubaszek M. (2006) *“Globalne nierównowagi”*, niepublikowany manuskrypt, Narodowy Bank Polski, 2006.
- Rybiński K. (2005) *“Globalny brak równowagi”*, Rzeczpospolita, 30 grudnia 2005.
- Rybiński K. (2006a) *„Globalne zagadki”*, Rzeczpospolita, 13 marca 2006.
- Rybiński K. (2006b) *„Globalizacja: szanse, zagrożenia i wnioski dla polityki gospodarczej”*, przemówienie wiceprezesa NBP podczas spotkania z przedsiębiorcami uczestniczącymi w badaniach koniunktury NBP. Oddział okręgowy NBP w Rzeszowie, 10 marca 2006. www.nbp.pl → publikacje → wykłady i odczyty.
- Rybiński K. (2006c) *„Globalizacja a polityka pieniężna, wystąpienie wiceprezesa Narodowego Banku Polskiego, cykl seminariów Centrum Europejskich Studiów*

- Regionalnych i Lokalnych oraz Katedry UNESCO, Uniwersytet Warszawski, 6 kwietnia 2006 r. www.nbp.pl → publikacje → wykłady i odczyty.
- Rybiński K. (2006d) „*Globalizacja a rynki finansowe*”, wystąpienie Wiceprezesa Narodowego Banku Polskiego, cykl seminariów Koła Naukowego Rynku Kapitałowego Index i Katedry Rynku Kapitałowego. Akademia Ekonomiczna w Krakowie, 20 kwietnia 2006 r. . www.nbp.pl → publikacje → wykłady i odczyty.
- Sin Y. (2005) “*China. Pension Liabilities and Reform Options for Old Age Insurance*”, World Bank Working paper, maj 2005.
- Truman E. (2004) “*Budget and External Deficits: Not Twins but the Same Family*”, Paper prepared for The Macroeconomics of Fiscal Policy Federal Reserve Bank of Boston Annual Research Conference, 14-16 czerwca 2004.
- Truman E. (2005) “*Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances*”, working paper, Institute for International Economics.
- Wei S. (1998) “*How Reluctant Are Nations in Global Integration*”, mimeo, Harvard University