

**Joanna Bogołębska**

---

# **Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego**

---

**Analiza na przykładzie  
akumulacji rezerw walutowych**



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

Joanna Bogołębska

---

**Nierównowagi globalne  
a stabilność  
międzynarodowego  
systemu walutowego**

---

**Analiza na przykładzie  
akumulacji rezerw walutowych**



WYDAWNICTWA  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

Joanna Bogołębska

---

# **Nierównowagi globalne a stabilność**

## **międzynarodowego systemu walutowego**

---

**Analiza na przykładzie  
akumulacji rezerw walutowych**



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2013

Joanna Bogołębska – Zakład Finansów Międzynarodowych  
Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Uniwersytet Łódzki, 90-225 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENT

*Witold M. Orłowski*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

*Ewa Siwińska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Zdzisław Gralka*

PROJEKT OKŁADKI

*Lukasz Orzechowski*

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2013

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.06245.13.0.H

ISBN 978-83-7525-931-5

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
91-131, Łódź, Lindleya 8  
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl  
e-meil: ksiegarnia@uni.lodz.pl  
tel. (42) 665 58 63; faks (42) 665 58 62

# Spis treści

Wstęp .....	11
<b>Rozdział I. Zjawisko, skala oraz przyczyny globalnej nierównowagi płatniczej</b>	
1. Zdefiniowanie pojęcia globalnej nierównowagi płatniczej .....	17
1.1. Koncepcja nierównowagi globalnej – alternatywne spojrzenia i problemy metodologiczne .....	22
1.2. Koncepcja trwałości nierównowagi globalnej ( <i>sustainability of global imbalances</i> ) ....	29
2. Statystyczne problemy pomiaru nierównowag globalnych .....	34
2.1. Rozbieżności w pomiarach globalnych nierównowag .....	34
2.2. Metody pomiaru nierównowag globalnych .....	35
2.2.1. Statystyczne miary światowych pozycji zewnętrznych z tytułu rachunku obrotów bieżących ( <i>World current account positions</i> ) .....	35
2.2.2. Statystyczne miary zagranicznych pozycji inwestycyjnych .....	39
2.2.3. Wskaźniki zniekształceń ( <i>indicators of distortions</i> ) .....	42
2.2.4. Wskaźniki ryzyka ( <i>indicators of risks</i> ) .....	43
3. Historyczne doświadczenia gospodarki światowej ze stanem nierównowagi płatniczej .....	48
3.1. Periodezyzacja globalnych nierównowag .....	48
3.2. Nierównowaga globalna w systemie z Bretton Woods .....	53
3.3. Nierównowaga globalna w latach 70 i 80 .....	54
4. Determinanty nierównowag globalnych .....	55
4.1. Czynniki strukturalne i cykliczne .....	56
4.2. Potencjalne determinanty salda CA i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej .....	58
4.3. Rola czynnika systemowego. Asymetria międzynarodowego systemu walutowego jako determinanta nierównowag globalnych .....	66
5. Dystrybucja nierównowagi płatniczej w gospodarce światowej .....	74
6. Kategoria uporczywości nierównowagi ( <i>persistence of imbalances</i> ) w ujęciu historycznym .....	78
7. Podsumowanie .....	84
<b>Rozdział II. Mechanizmy dostosowawcze w nierównowadze globalnej</b>	
1. Funkcjonowanie międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego na tle ewolucji msw ....	89
1.1. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie waluty złotej i w okresie międzywojennym .....	89
1.2. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie walutowym z Bretton Woods .....	91
1.3. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie wielodewizowym .....	94
2. Problemy procesu dostosowawczego w systemie wielodewizowym .....	96
2.1. Asymetria mechanizmu dostosowawczego w systemie wielodewizowym .....	96
2.2. Czynniki determinujące przebieg procesów dostosowawczych .....	98
2.3. Rola czynnika systemowego w procesie dostosowawczym .....	100

3. Kanały dostosowawcze nierównowag globalnych w ramach systemu wielodewizowego ....	105
3.1. Systematyzacja kanałów dostosowawczych .....	105
3.2. Rola kursu walutowego w procesie dostosowawczym .....	108
3.3. Kanał wyceny w procesie dostosowawczym .....	111
3.4. Rola przepływów kapitału w procesach korekty nierównowag globalnych .....	117
3.4.1. Przepływy prywatnego kapitału portfelowego .....	117
3.4.2. Rola kanału zewnętrznej polityki finansowej .....	119
4. Zasadność koordynacji polityk makroekonomicznych w skali międzynarodowej .....	121
4.1. Argumenty przemawiające za polityką koordynacji .....	121
4.2. Doświadczenia gospodarki światowej z koordynacją polityk makroekonomicznych ...	122
5. Rola krajów nadwyżkowych procesie dostosowawczym – koncepcje historyczne .....	124
5.1. Koncepcja J. Keynesa .....	124
5.2. Koncepcja P. Volckera .....	125
6. Doświadczenia gospodarki światowej z procesami dostosowawczymi .....	126
6.1. Doświadczenia z procesami dostosowawczymi krajów deficytowych .....	126
6.2. Doświadczenia z procesami dostosowawczymi krajów nadwyżkowych .....	134
7. Podsumowanie .....	137

### **Rozdział III. Koncepcje objaśniające współczesną nierównowagę globalną. Osie nierównowag i ich uwarunkowania**

1. Specyfika współczesnej globalnej nierównowagi płatniczej .....	141
2. Analiza determinant współczesnych nierównowag globalnych .....	142
2.1. Determinanty strukturalne .....	142
2.1.1. Gospodarcza i finansowa integracja w skali globalnej .....	143
2.1.2. Rola rozwoju systemu finansowego i instytucji .....	144
2.1.3. Wygładzenie cyklu gospodarczego w USA .....	146
2.1.4. Inne czynniki strukturalne .....	146
2.2. Determinanty cykliczne .....	147
2.2.1. Nierównowaga w oszczędnościach i inwestycjach sektora prywatnego .....	147
2.2.2. Nierównowaga w oszczędnościach i inwestycjach sektora publicznego .....	149
3. Analiza zjawiska nierównowag globalnych od strony formułowanych koncepcji .....	152
3.1. Koncepcje absorpcyjne .....	153
3.2. Koncepcja Bretton Woods II .....	154
3.3. Koncepcja <i>global saving glut</i> (globalnej nadobfitości oszczędności) .....	158
3.4. Koncepcja nadpłynności gospodarki światowej .....	162
3.5. Kierunek przyczynowości nierównowag globalnych .....	163
4. Rola czynników finansowych we współczesnych nierównowagach globalnych .....	165
4.1. Globalne warunki monetarne i monetarny kanał transmisji nierównowag globalnych .	165
4.2. Kształtowanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w ujęciu globalnym .....	168
5. Rola ropy naftowej we współczesnej nierównowadze płatniczej .....	171
5.1. Rola ropy w nierównowagach globalnych i kanały transmisji .....	171
5.2. Współczesny szok naftowy a nierównowagi globalne .....	173
6. Alternatywne poglądy na <i>sustainability</i> i mechanizmy korekty współczesnej nierównowagi globalnej .....	179
6.1. Alternatywne poglądy na <i>sustainability</i> nierównowagi globalnej i jej wpływu na stabilność finansową .....	179
6.2. Alternatywne scenariusze procesów dostosowawczych współczesnej nierównowagi globalnej .....	180

6.3. Alternatywne poglądy na kanały dostosowawcze .....	185
6.3.1. Rola kanału kursowego w procesie dostosowawczym .....	185
6.3.2. Rola kanału wyceny .....	187
6.3.3. Rola kanału handlowego .....	189
7. Główne „osie nierównowag”. Uwarunkowania polityki makroekonomicznej, wskaźniki nierównowag zewnętrznych i rola w globalnej nierównowadze płatniczej .....	191
7.1. Stany Zjednoczone .....	191
7.1.1. Kształtowanie się salda CA i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej .....	191
7.1.2. Struktura zagranicznego popytu na amerykańskie aktywa finansowe .....	199
7.1.3. Implikacje finansowania nierównowag globalnych przepływami kapitału dłużnego .....	204
7.2. Kluczowe kraje nadwyżkowe .....	205
7.2.1. Nadwyżkowe kraje azjatyckie .....	206
7.2.2. Japonia i pozostałe kraje azjatyckie .....	207
7.2.3. Chiny .....	210
7.2.3.1. Kształtowanie się zewnętrznej pozycji płatniczej i źródła nadwyżek płatniczych .....	212
7.2.3.2. Polityka kursowa i monetarna oraz uwarunkowania akumulacji rezerw .....	216
7.3. UGiW a międzynarodowa nierównowaga płatnicza .....	221
7.3.1. Zewnętrzna sytuacja płatnicza a nierównowagi płatnicze wewnątrz UGiW .....	222
7.3.2. Kanały transmisji zagranicznych nierównowag płatniczych do UGiW .....	224
7.3.3. Korekta nierównowagi globalnej a UGiW .....	226
8. Podsumowanie .....	231

#### **Rozdział IV. Rezerwy walutowe w alokacji płynności międzynarodowej**

1. Rezerwy walutowe a płynność międzynarodowa .....	235
2. Podaż płynności międzynarodowej. Alternatywne techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej .....	238
2.1. Podaż płynności międzynarodowej a globalna dynamika rezerw .....	244
2.2. Płynność międzynarodowa a zaufanie rynków. Paradoks Triffina .....	249
3. Popyt na rezerwy walutowe – ewolucja koncepcji teoretycznych .....	250
3.1. Kierunki ewolucji teorii popytu na rezerwy .....	250
3.2. Popyt na rezerwy jako czynnik stabilizujący krajowy system finansowy .....	252
3.3. Koncepcje behawioralne – „Mrs’s Machlup’s Wardrobe” i „Keeping up with the Joneses” .....	256
4. Współczesne motywy akumulowania rezerw .....	257
4.1. Współczesna interpretacja motywu przezornościowego .....	257
4.2. Motyw interwencyjny (“Exchange rate stability”) .....	260
4.3. Rola rynku finansowego. Popyt na rezerwy jako „Efekt by-pass” i skutek słabego rozwoju rynku finansowego .....	262
4.4. Akumulacja rezerw walutowych jako przykład niekonwencjonalnej polityki monetarnej .....	264
5. Miary adekwatności poziomu rezerw .....	265
6. Determinanty kompozycji rezerw walutowych i czynniki dywersyfikacji .....	270
7. Akumulacja aktywów zagranicznych netto-źródła pochodzenia i wpływ na gospodarkę .....	275
7.1. Źródła akumulacji aktywów zagranicznych netto .....	275
7.2. Akumulacja aktywów zagranicznych jako czynnik chroniący przed dostosowaniami wewnętrznymi. Przypadek rezerw walutowych versus SWF .....	277



8. Koszty i ryzyka wynikające z polityki akumulacji rezerw walutowych .....	279
8.1. Koszty i ryzyka dla krajów akumulujących rezerwy .....	279
8.2. Zagrożenia i ryzyka dla kraju emitującego walutę rezerwową i dla międzynarodowego systemu walutowego .....	289
9. Podsumowanie .....	292

## **Rozdział V. Zjawisko akumulacji rezerw walutowych i jego wpływ na międzynarodowy system walutowy**

1. Współczesne zjawisko akumulacji rezerw .....	297
1.1. Skala zjawiska i jego charakterystyka .....	297
1.2. Badania empiryczne nad motywami współczesnej akumulacji rezerw .....	302
1.3. Badania empiryczne nad adekwatnością poziomu akumulacji rezerw .....	305
1.4. Źródła akumulacji rezerw walutowych w gospodarkach realizujących strategię akumulacyjną .....	308
1.5. Struktura walutowa akumulowanych rezerw .....	312
2. Współczesne koszty akumulacji rezerw .....	314
2.1. Koszty i ryzyka dla krajów akumulujących rezerwy .....	314
2.2. Zagrożenia i ryzyka dla kraju emitującego walutę rezerwową i dla międzynarodowego systemu walutowego .....	317
2.3. Perspektywy dywersyfikacji rezerw w procesie akumulacji .....	321
3. Alternatywne wykorzystywanie zakumulowanych aktywów rezerwowych .....	331
4. Państwowe Fundusze Majątkowe (SWF) jako „bliskie substytuty” rezerw walutowych .....	333
4.1. Istota i klasyfikacje SWF .....	333
4.2. Determinanty SWF .....	342
4.3. Skala funkcjonowania SWF .....	344
4.4. Potencjalny wpływ SWF na międzynarodowy system finansowy i walutowy .....	349
4.4.1. Zagrożenia wynikające z funkcjonowania SWF .....	355
4.4.2. SWF a nierównowagi globalne .....	357
5. Podsumowanie .....	358

## **Rozdział VI. Konsekwencje nierównowagi globalnej dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego. Implikacje dla polityk krajowych i międzynarodowych**

1. Związek nierównowag globalnych z kryzysem finansowym 2007–2009. Alternatywne poglądy i wnioski .....	365
1.1. Czynniki nierównowag generujące kryzys finansowy .....	365
1.2. Korekta nierównowagi globalnej w czasie kryzysu i dalsze perspektywy .....	368
1.3. Kierunki zwiększania stabilności msw jako odpowiedź na zjawisko <i>global imbalances</i> .....	373
2. Międzynarodowe mechanizmy alokacji płynności – doświadczenia kryzysu 2007–2009 i wnioski na przyszłość .....	375
2.1. Problem braku płynności walutowej w okresie kryzysu finansowego .....	375
2.2. Techniki alokacji płynności dewizowej w ramach polityki <i>crisis management</i> w latach 2007–2009 i ich znaczenie .....	378
2.3. Rola porozumień swapowych w dystrybuowaniu płynności walutowej jako alternatywa dla przezroczystości akumulacji rezerw .....	379
2.3.1. Warunki zastosowania linii swapowych – spojrzenie od strony dostawcy płynności ( <i>swap-provider</i> ) .....	384
2.3.2. Dostęp do linii swapowej – spojrzenie od strony odbiorcy płynności ( <i>swap-receiver</i> ) .....	386

---

2.4. Perspektywy dekulacji rezerw w kontekście dostępności alternatywnych technik alokacji płynności .....	389
3. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty rezerwowej .....	396
3.1. Koncepcja prawdziwie wielodewizowego system walutowego .....	397
3.2. Koncepcja systemu globalnego .....	401
3.2.1. System oparty na SDR-ach .....	401
3.2.2. Ponadnarodowa waluta papierowa .....	404
4. Działania koordynacyjne w skali międzynarodowej .....	406
4.1. Zasadność, cele i obszary działań koordynacyjnych .....	406
4.2. Fora współpracy międzynarodowej w obszarze nierównowag globalnych .....	409
4.3. Rola MFW w globalnej siatce bezpieczeństwa finansowego .....	414
4.4. Współpraca banków centralnych w globalnej siatce bezpieczeństwa finansowego .....	416
5. Implikacje nierównowag globalnych dla działań podejmowanych na szczeblu regionalnym ...	417
6. Implikacje nierównowag globalnych dla polityk krajowych .....	419
6.1. Rola USA i Japonii w procesach dostosowawczych .....	420
6.2. Rola Chin i pozostałych krajów azjatyckich w globalnym procesie dostosowawczym ....	421
6.3. Implikacje nierównowag globalnych dla krajów <i>emerging markets</i> w Ameryce Łacińskiej .....	437
6.4. Wpływ polityk gospodarczych korygujących nierównowagi na globalne przepływy kapitałowe .....	441
7. Propozycje włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze .....	444
7.1. Przegląd koncepcji .....	444
7.2. Cechy wspólne i rozbieżności między prezentowanymi koncepcjami .....	449
8. Podsumowanie .....	450
<b>Zakończenie</b> .....	459
<b>Bibliografia</b> .....	463
<b>Spis tabel</b> .....	475
<b>Spis wykresów</b> .....	477
<b>Spis rysunków</b> .....	479
<b>Od Redakcji</b> .....	481



## Wstęp

Trwająca od kilkunastu lat globalna nierównowaga płatnicza (nazywana potocznie w literaturze zachodniej *global imbalances*) nie jest nowym zjawiskiem w międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Jednakże jej skala, długi czas utrzymywania się (*persistance*) rodzą niepewność odnośnie do jej zdolności do trwania (*sustainability*) lub też mechanizmu przebiegu korekty oraz jego potencjalnego wpływu na stabilność międzynarodowego systemu finansowego i walutowego. Skłania także do formułowania alternatywnych koncepcji, próbujących wyodrębnić i hierarchizować determinanty nierównowag oraz znaleźć odpowiedź na związki przyczynowo-skutkowe, odzwierciedlające złożoność gospodarki globalnej.

Przemiany w międzynarodowym systemie walutowym (liberalizacja przepływów kapitałowych, przechodzenie krajów na reżimy płynne), w których upatrywano zdolność do przywracania równowagi zewnętrznej, paradoksalnie nie tylko nie zwiększyły efektywności procesów wyrównawczych, lecz wręcz przeciwnie – „zablokowały” ich uruchamianie. Występujące obecnie korekty nierównowagi zewnętrznej mają jedynie charakter przejściowy, jednak nie hamują procesu tworzenia się i/lub narastania nierównowag.

Powszechnie uznaje się że do poziomu współczesnych nierównowag globalnych przyczyniły się przede wszystkim dwie cechy współczesnego międzynarodowego systemu walutowego:

– jego zdecentralizowany charakter, rozumiany w kategorii stosowania różnorodnych celów polityk wewnętrznych, w tym zróżnicowanych reżimów kursowych i strategii monetarnych, oraz w braku działań koordynacyjnych i „globalnego sterowania” systemem. Powoduje to, że współczesny system wielodewizowy często jest nazywany non-systemem;

– wysoka i rosnąca skala mobilności kapitału<sup>1</sup>.

Powstaje zatem pytanie, czy w wyniku takiego kierunku ewolucji międzynarodowego systemu walutowego nierównowagi globalne stają się naturalnym, nie wymagającym korekt, zjawiskiem w gospodarce światowej, czy też należy stworzyć – na poziomie krajowym, regionalnym, multilateralnym – mechanizmy, pozwalające powrócić do stanu równowagi. Inaczej ujmując, powstaje pytanie, czy możliwy jest stan „stabilnej nierównowagi” (*stable disequilibrium*), a jeśli tak, to czy generuje on niebezpieczeństwo destabilizacji światowego systemu walutowego.

---

<sup>1</sup> Por. W. Corden, *Economic policy, exchange rates, and the international system*, University Press, Oxford 1994.

Próbując znaleźć odpowiedź na tak ogólnie sformułowane pytanie, stawiałam następującą **hipotezę główną pracy**:

Wychodząc z założenia, że zewnętrzna równowaga płatnicza jest tylko jednym z celów polityki gospodarczej kraju, a nierównowagę płatniczą generują i utrwalają przepływy kapitałowe, stany długotrwałej (strukturalnej) globalnej nierównowagi płatniczej należy uznać za naturalne zjawisko w integrującej się gospodarce światowej. Z punktu widzenia stabilności międzynarodowego systemu walutowego narastające nierównowagi mogą jednakże stanowić, poprzez odzwierciedlenie różnorodnych zniekształceń (*distortion*), zagrożenie dla sprawnego funkcjonowania gospodarki globalnej, a nawet stawać się czynnikiem kryzysogennym.

**Celem głównym pracy** jest zatem identyfikacja takich zniekształceń zarówno w gospodarkach narodowych, jak i w funkcjonowaniu międzynarodowego systemu walutowego (msw), które mogą stanowić czynnik destabilizujący dla gospodarki globalnej. Uznając, że akumulacja rezerw walutowych stanowi przykład takiego zniekształcenia, analiza współzależności polityki akumulacyjnej i nierównowag globalnych oraz wpływ tej współzależności na stabilność msw stanowi cel zasadniczy pracy.

Formułuję również następujące **hipotezy częściowe**:

1. Nierównowagę globalną cechuje asymetria, jeśli chodzi o: a) ponoszenie ciężaru dostosowawczego (większy ciężar spoczywa na krajach deficytowych, dlatego też są one bardziej zainteresowane koordynacją działań w skali międzynarodowej niż kraje nadwyżkowe), b) możliwość radzenia sobie z napięciami wynikającymi z nierównowagi (kraj emitujący walutę rezerwową jest w uprzywilejowanej pozycji, kraj duży i mniej zależny od handlu lepiej wytrzyma nierównowagę płatniczą).

2. W warunkach dużej mobilności kapitałów nawet niewielkie różnice w polityce makroekonomicznej między krajami generują nierównowagi płatnicze. Z drugiej strony, wobec wzrostu skali globalnej integracji finansowej, łatwiej jest krajom utrzymywać duże nierównowagi na rachunku obrotów bieżących niż w przeszłości, z uwagi na lepszy dostęp do finansowania deficytu. Względna łatwość finansowania deficytów płatniczych blokuje uruchamianie mechanizmów dostosowawczych.

3. Dotychczasowe doświadczenia gospodarki światowej ze stanem nierównowagi płatniczej wskazują, że międzynarodowe organizacje (MFW, WTO) nie stworzyły efektywnych mechanizmów dostosowawczych.

4. Ponieważ współcześnie kształtowanie się kursu walutowego i salda na rachunku obrotów bieżących jest w głównej mierze wynikiem działania strumieni kapitałowych (a nie handlowych), działania na płaszczyźnie globalnej zmierzające do innego ukształtowania wielkości i strumieni kapitałowych mają zasadnicze znaczenie dla korekty nierównowagi globalnej.

Zatem: głównym obszarem regulacji i działań dostosowawczych powinny stać się przepływy kapitałowe, stąd:

5. Odejście od strategii intensywnej akumulacji rezerw może stać się istotnym czynnikiem powodującym inne ukształtowanie wielkości i strumieni kapitałowych. W tym celu istotne są działania zachęcające kraje do deakumulacji rezerw. Działania te powinny być prowadzone dwutorowo: poprzez wpływanie na popyt na rezerwy i podaż rezerw.

6. Ze względu na naturalną tendencję gospodarki światowej do tworzenia stanów nierównowag globalnych, istotną rolę powinny odgrywać działania koordynacyjne, mogące ograniczać ich potencjalnie destabilizujący wpływ dla gospodarki globalnej. W ramach tych działań powinna zwiększeniu ulec rola banków centralnych i instytucji międzynarodowych (MFW), szczególnie w zakresie realizacji funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Praca składa się z sześciu rozdziałów i ma charakter analizy teoretyczno-empirycznej. Ze względu na brak jednorodnego podłoża teoretycznego – nie dysponujemy teorią nierównowag globalnych, analogicznie do teorii nierównowagi płatniczej w odniesieniu do poziomu krajowego, oraz ze względu na złożoność determinant nierównowag globalnych i hipotez<sup>2</sup> ich kształtowania się, nie można w analizie nierównowag globalnych korzystać z badań na podstawie teorii nierównowag płatniczych formułowanych w odniesieniu do kraju. Ze względu na tę „lukę teoretyczną” (albo, inaczej mówiąc, przykład, jak rzeczywistość gospodarcza „wyprzedza” teorię ekonomii) odwołuję się do różnych nurtów teoretycznych. Obok elementów teorii bilansu płatniczego, wpłatom różne nurty teoretyczne z zakresu międzynarodowych stosunków walutowych (jak teoria siły monetarnej kraju, teoria stabilności międzynarodowej opartej na hegemonii). Praca nie ma jednoznacznie wydzielonej części teoretycznej i empirycznej. Wynika to z akcentowanej już specyfiki zjawiska, jej interdyscyplinarnego charakteru (obok *stricto* ekonomicznych rozważań znajdują się tu wątki politologiczne, oraz historyczne). Tak więc rozważania teoretyczne pojawiają się w rozdziale I, II (dotycząc szerszego kontekstu nierównowag globalnych) oraz w rozdziale IV (w odniesieniu do węższego kontekstu nierównowag globalnych, mianowicie zjawiska akumulacji rezerw walutowych).

Ze uwagi na wspomnianą złożoność zjawiska nierównowag globalnych, szeroki zakres geograficznego oddziaływania oraz mnogość koncepcji ich powstawania szczególnej analizie poddano zjawisko akumulacji rezerw walutowych i jej wpływ na stabilność msw. Stanowi to swoistą *case study* pracy i pozwala jednocześnie zawęzić interpretację pozostałych koncepcji.

Rozdział I i II pracy stanowią próbę uformowania pojęcia nierównowagi globalnej, przy odwoływaniu się do teoretycznych aspektów determinant, metod oceny trwałości, mechanizmów i kanałów wyrównawczych oraz aspektów

---

<sup>2</sup> Zwanyymi dalej (w celu odróżnienia ich od hipotez pracy) koncepcjami.

historycznych zjawiska. W rozdziale I akcentowany jest problem braku jednolitej metody pomiaru zjawiska, jednolitej metody oceny jej trwałości oraz współistnienia determinant o podłożu globalnym i podłożu krajowym. Z kolei w rozdziale II podniesiony jest problem współistnienia wielu kanałów dostosowawczych współczesnych nierównowag globalnych, przy braku zgody co do siły ich oddziaływania i warunków uruchomienia się. Odwoływanie się do historycznych doświadczeń gospodarki światowej z epizodami nierównowag globalnych stanowi istotną część rozdziału I i II. Przyjęcie takiej perspektywy badawczej, popularne w literaturze zachodniej, pozwala ukazać ich dystrybucję, uporczywość (*persistence*), wpływ na stabilność msw, metody i kanały rozwiązania nierównowag. Prezentacja kanałów dostosowawczych znajduje swoją „kontynuację” w rozdziale III, gdzie została przedstawiona dyskusja dotycząca możliwości i procesu współczesnej korekty. Tematyka historycznych koncepcji włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze znajduje swoją „kontynuację” w rozdziale VI, gdzie zostały zaprezentowane koncepcje współczesne. Przyjęta metoda „powracania” do zagadnień była intencjonalna, co miało służyć ukazaniu dylematów i pewnej ich powtarzalności w ewolucji międzynarodowego systemu walutowego.

Rozdział III w całości jest poświęcony charakterystyce współczesnego zjawiska nierównowag globalnych. Analiza jest podzielona na dwie części: z jednej strony zastosowano podejście porządkujące związki przyczynowo-skutkowe nierównowag globalnych (najpierw w podziale na determinanty, następnie na zwarte koncepcje nierównowag), następnie zastosowano podejście „geograficzne” – wyodrębniające główne „osie” nierównowag i opisujące uwarunkowania wewnętrzne i specyfikę współzależności danej „osi” nierównowag z gospodarką globalną.

Rozdziały IV i V zawężają dotychczasowe rozważania do jednej z koncepcji nierównowag globalnych, jaką jest akumulacja rezerw walutowych. Wychodząc z założenia, że odejście od strategii akumulacji rezerw jest uwarunkowane m.in. dostępnością alternatywnych instrumentów alokacji płynności międzynarodowej, kluczowe znaczenie ma rozpoznanie ich dostępności. W rozdziale IV zaprezentowano zatem rolę rezerw walutowych w alokacji płynności międzynarodowej. Poruszam istotne kwestie motywów akumulacji rezerw, miar ich adekwatności oraz korzyści i kosztów. Rozdział V stanowi lustrzane odbicie rozważań z rozdziału IV, z tym że w odniesieniu do współczesnego epizodu akumulacji. Przywoływane są badania empiryczne w odniesieniu do zagadnień prezentowanych w rozdziale IV.

Rozdział VI, wychodząc z założenia, że nierównowagi globalne były jedną z przyczyn kryzysu finansowego, został zbudowany na podstawie doświadczeń globalnego kryzysu finansowego 2007–2009. Dokładnej analizie poddano mechanizmy alokacji płynności międzynarodowej oraz działania podejmowane w ramach wzmacniania globalnej siatki bezpieczeństwa finansowego, które

stanowiły istotny element zarządzania kryzysem płynnościowym. Uznanie roli tych czynników w stabilizowaniu globalnego środowiska finansowego może stać się w przyszłości czynnikiem pozwalającym osiągać postulowaną dekumulację rezerw walutowych, które, będąc przykładem zniekształceń w przepływach kapitału, stanowią istotną determinantę nierównowag globalnych. Przyjmując, że niezbędne działania stabilizujące międzynarodowy system finansowy muszą być równoległe podejmowane na trzech płaszczyznach, przeprowadzono analizę według schematu: płaszczyzna globalna – płaszczyzna regionalna – płaszczyzna krajowa.

Praca jest jedną z pierwszych prób szerokiego zaprezentowania zjawiska nierównowag globalnych w literaturze polskiej. Dotychczasowe piśmiennictwo w polskojęzycznych badaniach nad tymi nierównowagami obejmuje kilkanaście pozycji publikowanych w czasopismach specjalistycznych (w tym na uwagę zasługują dwa obszernie artykuły z „*Ekonomisty*” z 2006 r., stanowiące dla mnie źródło inspiracji tematem). Również w literaturze światowej dominują pozycje z różnorodnych materiałów specjalistycznych (Working Papers), fragmentarycznie badające zjawisko; pojawiają się pierwsze bardziej zwarte prace. W pracy wykorzystano głównie publikacje Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Banku Rozrachunków Międzynarodowych, National Bureau of Economic Research, Institute of International Economics i innych.

Wspomniany już brak jednorodnego podłoża teoretycznego spowodował, że podjęłam próbę wprowadzenia do literatury przedmiotu usystematyzowanego pojęcia nierównowag globalnych oraz ich determinant. Istotnym ograniczeniem badawczym jest fakt, że statystyki dotyczące akumulacji rezerw walutowych są nietransparentne i niepełne. Szeroki zakres geograficzny oddziaływania zjawiska i wielość zjawisk gospodarczych, będących zarówno determinantami, jak i skutkiem nierównowag globalnych powoduje, że dogłębna analiza statystyczna jest bardzo trudna. Dlatego też, w poszukiwaniu związków przyczynowo-skutkowych tego „fenomenu” gospodarki globalnej, skoncentrowałam wysiłek badawczy na zagadnieniach teoretycznych i syntetycznym zaprezentowaniu dostępnych, często wycinkowych badań empirycznych prowadzonych przez wyspecjalizowane międzynarodowe ośrodki badawcze.

Przyjęte więc metody badawcze to analiza teoretyczna prowadzona na podstawie materiałów źródłowych oraz analiza danych liczbowych.

Pragnę podziękować Panu Profesorowi Januszowi Bilskiemu, pierwszemu czytelnikowi rozprawy, za inspirację do podjęcia tematu oraz wnikliwie uwagi, które były pomocne w przygotowywaniu pracy. Wyrażam także głęboką wdzięczność Panu Profesorowi Witoldowi Orłowskiemu, recenzentowi rozprawy, za cenne i konstruktywne sugestie i komentarze, które wpłynęły na ostateczną wersję pracy.





## ROZDZIAŁ I

# Zjawisko, skala oraz przyczyny globalnej nierównowagi płatniczej

### 1. Zdefiniowanie pojęcia globalnej nierównowagi płatniczej

Pojęcie *global imbalances*, czyli nierównowagi globalnej (nierównowag globalnych, globalnej nierównowagi płatniczej)<sup>1</sup>, jest często używane, ale rzadko precyzyjnie definiowane. Można powiedzieć, że sprawia wrażenie bardziej publicystycznego niż czysto naukowego sformułowania. Odnosi się ono do terminu „*external balances*” (równowagi zewnętrznej), która nie doczekała się jeszcze jednoznacznej interpretacji w literaturze ekonomicznej. Stanowi to kontrast do koncepcji *internal balance* (wewnętrznej równowagi), która jest powszechnie rozumiana w kategoriach pełnego zatrudnienia i braku nacisków inflacyjnych.

Koncepcja *external balances* jest interpretowana dość różnie – od jednego skrajnego spojrzenia, zgodnie z którym jakakolwiek pozycja zewnętrzna inna niż zero jest traktowana jako nierównowaga, do innego, zgodnie z którym każda zewnętrzna pozycja odzwierciedla równowagę, o ile jest kierowana siłami sektora prywatnego (tzw. doktryna Lawsona).

M. Obstfeld zwraca uwagę, że na skutek wzrostu znaczenia międzynarodowych przepływów kapitałowych koncepcja *external balance*, jak i *external adjustment*, dla danego kraju o określonym stopniu integracji z globalnymi rynkami finansowymi, musi odwoływać się do struktury przepływających przez kraj kapitałów portfelowych. Przyjęcie takiej interpretacji oznacza, że koncepcja *external balance* odnosi się do ewolucji szeroko definiowanego pojęcia *net external wealth* (bogactwo netto kraju)<sup>2</sup>.

Tradycyjnie w literaturze zjawisko nierównowagi zewnętrznej było interpretowane jako „ **pogłębianie się deficytów i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących**”. Wynika to z faktu traktowania nierównowagi zewnętrznej jako konsekwencji poziomu rozwoju kraju i realizowanych polityk wewnętrznych. Idąc takim tokiem rozumowania, J. Kregel definiuje *global imbalances*

---

<sup>1</sup> W dalszej części terminy te będą używane zamiennie.

<sup>2</sup> M. Obstfeld, *External adjustment*, „Review of World Economics” 2004, vol. 140.

jako „globalny wynik różnorodnych celów polityk krajowych”<sup>3</sup>. Wynika z tego, że nierównowaga globalna może zostać wyeliminowana tylko wówczas, gdy poszczególne regiony (kraje) dokonają zmiany preferencji krajowych polityk.

Obecnie coraz częściej podkreśla się, że definiowanie nierównowag zewnętrznych przez pryzmat salda na rachunku obrotów bieżących (CA) jest nieprecyzyjne, gdyż:

1) pomija finansowy wymiar nierównowagi globalnej, który jest widoczny w analizie m.in. międzynarodowych przepływów kapitałowych brutto i netto i zmianie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej;

2) koncentrowanie się na rozumieniu nierównowagi globalnej jako „pogłębianiu się deficytów i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących” nie pomaga w ocenie, czy trendy mają charakter „niezrównoważonych” („*unbalanced*”) czy „zrównoważonych” („*balanced*”). Pojęcie nierównowagi sugeruje, że pozycje zewnętrzne odchylają się od ich długookresowej wartości równowagi. Dlatego też definicja nierównowag powinna zawierać w sobie element oceniający, czy pozycje zewnętrzne mają charakter „niezrównoważony”, czy też „zrównoważony”.

Obecnie coraz powszechniejsze staje się postrzeganie nierównowag zewnętrznych nie tylko jako rezultatu rozwoju kraju i realizowanych polityk, lecz także jako rezultatu zachodzących na poziomie globalnym interakcji, które (co najmniej) częściowo są kształtowane przez siły generowane przez współczesny międzynarodowy system walutowy i systemy rozliczeń.<sup>4</sup>

Pierwszy raz zdefiniowanie pojęcia „globalne nierównowagi ekonomiczne” pojawiło się w publikacjach Institute for International Economics w 1984 r. Wówczas termin ten oznaczał trzy typy problemów: ograniczenia i niespójności krajowych polityk makroekonomicznych, słabości strukturalne i zagadnienia związane z polityką handlową<sup>5</sup>. W 1987 r. w „Economic Outlook” pojawiło się ostrzeżenie OECD, że „zjawisko *global imbalances* stanowi ryzyko dla gospodarki światowej”<sup>6</sup>.

Upowszechnianiu się pojęcia nierównowagi globalne towarzyszyło częste traktowanie zjawiska w odniesieniu do kluczowego kraju deficytowego (USA) oraz kluczowego kraju nadwyżkowego (Chiny) i analizowaniu wewnętrznych uwarunkowań obu gospodarek oraz zachodzących między nimi interakcji. Podejście takie, mimo pewnej racji, nie wyczerpuje istoty zjawiska. Fakt, że

---

<sup>3</sup> J. Kregel, *Understanding imbalances in a globalised international economic system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US Debt Problem*, Fondad The Hague, 2006.

<sup>4</sup> Taką definicję nierównowag globalnych proponuje J. D’Arista, S. Griffith-Jones, *The dilemmas and dangers of the build-up of US debt: proposals for policy responses*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances...*

<sup>5</sup> Za: K. Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „*Ekonomista*” 2006, nr 4.

<sup>6</sup> OECD Economic Outlook 41, June 1987.

nadwyżki płatnicze Chin wraz z krajami regionu odpowiadają tylko za 40% amerykańskiego deficytu płatniczego, stanowi argument przeciwko ograniczaniu problemu nierównowag globalnych do relacji na linii USA–Chiny.

R. McKinnon i inni<sup>7</sup> wskazują, że koncepcja *global imbalances* zawiera w sobie w rzeczywistości dwa komponenty, stanowiące wyzwania współczesnych finansów międzynarodowych:

– nierównowagę w oszczędnościach między krajami, co znajduje odzwierciedlenie w deficycie handlowym (oszczędności) USA i nadwyżce handlowej (oszczędności) w Chinach, Japonii, Niemczech, krajach eksportujących ropę naftową i wielu krajach *emerging markets*;

– nierównowagę w pośrednictwie finansowym w Chinach, która – zamiast „normalnego” odpływu kapitału prywatnego powoduje akumulację rezerw walutowych i utratę kontroli monetarnej. Stan utrzymujących się nadwyżek zarówno na rachunku bieżącym, jak i kapitałowym („*twin surpluses*”) świadczy o nieefektywnej alokacji zasobów.

Z kolei w Raporcie Rocznym BIS wyróżnione są dwa rodzaje nierównowag globalnych (*international imbalances*): nierównowagi CA oraz nierównowagi finansowe.<sup>8</sup>

Wychodząc naprzeciw powyższym rozbieżnościom definicyjnym i braku ujednoliconej koncepcji *global imbalances*, najbardziej kompleksową definicję nierównowagi globalnej jak dotąd zaproponowali T. Backe i inni z EBC. Definiują oni nierównowagi globalne jako „**zewnętrzne pozycje systemowo ważnych gospodarek, które odzwierciedlają zniekształcenia lub stanowią zagrożenie dla gospodarki światowej**”<sup>9</sup>.

Definicja ta zawiera w sobie trzy istotne komponenty:

1. Zewnętrzną pozycję (*external position*), co wskazuje, że zjawisko odnosi się zarówno do pozycji z tytułu rachunku bieżącego, jak i finansowego.

2. Gospodarki systemowo ważne, co wskazuje, że zjawisko odnosi się zarówno do krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych. Są to kraje, które ze względu na rozwój makroekonomiczny i finansowy mogą mieć znaczny wpływ na gospodarkę światową. Kraje te uczestniczą w globalnych rynkach towarowych i finansowych, a ich wpływ na gospodarkę światową może wynikać zarówno z ich wielkości, jak i innych czynników (np. stanowienie istotnego centrum finansowego czy kluczowego uczestnika regionu).

---

<sup>7</sup> R. McKinnon, G. Schnabl, *China's financial conundrum and global imbalances*, BIS Working Papers, no. 277/March 2009.

<sup>8</sup> *The risks of international imbalances: Beyond current accounts*, BIS 81<sup>st</sup> Annual Report, 2011.

<sup>9</sup> T. Bracke i in., *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occasional Paper Series, no. 78/January 2008.

3. Odzwierciedlanie zniekształceń (*distortions*)<sup>10</sup>, które mogą być spowodowane przez ramy polityk gospodarczych lub decyzje sektora prywatnego i prowadzą do odchylenia od równowagi, która istniałaby w środowisku giętkich cen i doskonałej konkurencji. Zniekształcenia są wywoływane polityką gospodarczą lub makroekonomiczną. Przykładem jest bezprecedensowa skala akumulacji rezerw walutowych, co należy postrzegać jako paradoks w świecie dominujących płynnych reżimów kursowych i stosowania celów inflacyjnych w strategiach pieniężnych banków centralnych. Polityka akumulacji rezerw walutowych prowadzi do zniekształceń cen aktywów. Nadmiernie łatwy dostęp do globalnej płynności może zachęcać do podejmowania nieubezpieczonego ryzyka i prowadzić do bąbli spekulacyjnych na globalnych rynkach aktywów. Stosowanie reżimów stałych w krajach *emerging markets* o dużej nierównowadze zewnętrznej może podtrzymywać odchylenie od równowagi. Takie strategie polityki gospodarczej mogą z kolei mieć wpływ na decyzje sektora prywatnego i ceny na rynkach finansowych, w tym na stopy zwrotu z aktywów utrzymywanych w formie rezerw walutowych.

„Stanowienie zagrożeń (*risks*) dla gospodarki światowej” – odnosi się do implikacji finansowych i makroekonomicznych i dotyczy zarówno scenariusza przywrócenia równowagi (np. zagrożenie szokową korektą nierównowagi), jak i scenariusza dalszego pogłębiania nierównowag (np. zagrożenie wzrostem działań protekcjonistycznych ze strony krajów deficytowych, czy przywróceniem restrykcji dla napływu kapitału). Zagrożenie wynikające z niekontrolowanej korekty nierównowag może wpłynąć na wszystkie obszary gospodarki światowej, a zważywszy na wzrastającą rolę kanału transmisji finansowej, na zmiany cen aktywów. W wyniku asymetrycznych bodźców do dokonania procesu dostosowawczego w krajach deficytowych i nadwyżkowych, *global imbalances* mogą wywołać ciśnienie deflacyjne na poziomie globalnym, jeśli dostosowania w krajach deficytowych spowodują skurczenie się globalnego popytu.

Zdaniem autorów – odniesienie się do „zagrożeń i ryzyka” w definiowaniu pojęcia nierównowagi globalnej pozwala odróżnić sytuację, w której pozycje zewnętrzne są nierównoważone (*unbalanced external positions*) od sytuacji pozycji zrównoważonych (*balanced external positions*).

Związek między zniekształceniami a ryzykiem nie jest tu traktowany jednokierunkowo. Pojęcia te, mimo że koncepcyjnie odrębne, często są współzależne. Z jednej strony – utrzymywanie się zniekształceń może powodować wzrost ryzyka (np. polityka fiskalna w USA może zwiększać deficyt CA, co z kolei zwiększa ryzyko gwałtownej korekty). Z drugiej strony – utrzymywanie się

---

<sup>10</sup> Koncepcja zniekształceń jest tu zapożyczona od J. Bhagwati, *The generalized theory of distortion and welfare*, [w:] J. Bhagwati i in. (eds), *Trade, balance of payments and growth. Papers in honour of Charles P. Kindleberger*, Amsterdam, North-Holland, 1971.

ryzyka może doprowadzić do większych zniekształceń (duży deficyt handlowy USA–Chiny może doprowadzić do wzrostu nacisków protekcjonistycznych).

T. Bracke i inni przyznają, że zaproponowana przez nich definicja jest kompleksowa i wydaje się obszerna, jednakże abstrahuje od kategorii „trwałości nierównowagi”<sup>11</sup> („*sustainability of the imbalances*”). Zdaniem autorów, podejście takie jest uzasadnione trudnością w uchwyceniu i pomiarze „punktu równowagi pozycji zewnętrznej” („*equilibrium external positions*”), co wynika z uznaniowości przyjmowanej metody pomiaru nierównowagi i przyjętego horyzontu czasu.

W analizie zniekształceń wynikających z *global imbalances* – obok generowanych przez sektor prywatny *versus* publiczny – O. Blanchard i inni<sup>12</sup> dokonują ich podziału na krajowe i systemowe. Koncepcja zniekształceń w interpretacji O. Blancharda i innych uderza wręcz swoją prostotą. Są one tu traktowane jako wynik „złych deficytów/nadwyżek” („*bad deficits/surpluses*”). Ich przeciwieństwem są „dobre deficyty/nadwyżki” („*good deficits/surpluses*”), które nie stanowią zagrożenia i ryzyka ani dla poszczególnych krajów, ani gospodarki globalnej i są naturalną konsekwencją łatwego finansowania globalnego i wygładzania konsumpcji w czasie.

Do krajowych zniekształceń można zaliczyć np.:

- wysoką stopę oszczędzania – jeśli jest ona wynikiem braku odpowiedniej polityki zabezpieczenia społecznego, słabego *corporate governance* prowadzącego do braku reinwestowania większości zysków przedsiębiorstw;
- niską stopę oszczędzania – jeśli jest ona wynikiem wzrostu cen na rynku aktywów lub optymistycznymi oczekiwaniami odnośnie przyszłej stopy zwrotu;
- niską stopę inwestycji – jeśli wynika ona ze słabej ochrony praw własności lub braku konkurencji w systemie finansowym prowadzącym do nieefektywnego pośrednictwa finansowego.

Akumulacja rezerw walutowych stanowi przykład zniekształceń systemowych. Analogicznie, ryzyko może mieć podłoże krajowe i systemowe. Przykładem ryzyka krajowego mogą być następujące sytuacje:

- realna aprecjacja kursu walutowego powodowana wzrostem napływu kapitału. Może to wypychać działalność produkcyjną i prowadzić do syndromu „zarazy holenderskiej”, szczególnie w sytuacji występowania *externalities*, które sprawiają, że realokacja produkcji jest kosztowna do przeprowadzenia;
- duży deficyt CA i aprecjacja realnego kursu walutowego, wynikająca z boomu kredytowego napędzanego „nadoptymizmem”; mogą być bardzo trudne do rozwiązania bez przedłużonej realnej deprecjacji, co może być szczególnie trudne w sytuacji stosowania sztywnego kursu walutowego oraz występowania niskiej inflacji w kraju waluty zaczepu.

<sup>11</sup> Jej zdolności do utrzymywania się, utrzymywalności.

<sup>12</sup> O. Blanchard, M. Milesi-Ferretti, *Global imbalances: in midstream?*, IMF Staff Position Note, 2009.

Ryzyko systemowe powstaje, jeśli kraje o nierównowadze zewnętrznej są dużymi gospodarkami, silnie uczestniczącymi w przepływach kapitałowych brutto. Przykładem jest ryzyko nagłego spadku popytu inwestorów na amerykańskie aktywa finansowe.

Wprowadzona przez O. Blancharda i innych koncepcja „złych” i „dobrych” nierównowag może budzić duże kontrowersje, zważywszy na szeroką gamę czynników mających wpływ na kształtowanie się wzorca oszczędności i inwestycji. Ponadto, jak zauważa M. Goldstein, wydaje się że taki kategoryczny podział na „złe” i „dobre” nierównowagi nie może mieć zastosowania praktycznego. Dodatkowo, podział ten nie docenia siły oddziaływania globalnego popytu (szczególnie w okresie globalnej recesji) na warunki prowadzenia polityki kursowej<sup>13</sup>.

### 1.1. Koncepcja nierównowagi globalnej – alternatywne spojrzenia i problemy metodologiczne

W literaturze dotyczącej problematyki nierównowag globalnych zwraca uwagę kilka problemów metodologiczno-badawczych.

**Po pierwsze**, widoczny jest brak ujednoliconej metody pomiaru nierównowag. Konsekwencją tego jest tendencja utożsamiania nierównowag globalnych z nierównowagami na rachunku obrotów bieżących (*global imbalances = current account imbalances*), z drugiej strony tendencja do rozróżniania tych pojęć i wyodrębniania subkategorii nierównowag globalnych w postaci nierównowag finansowych czy nierównowag makroekonomicznych (*financial imbalances, macroeconomic imbalances*).

W badaniach dotyczących nierównowag globalnych widoczne jest konfrontowanie analiz prowadzonych za pomocą tradycyjnych narzędzi analizy równowagi zewnętrznej, jakim jest bilans płatniczy, z narzędziem uwzględniającym rolę międzynarodowych rynków kapitałowych i mobilności kapitału, jakim jest międzynarodowa pozycja inwestycyjna. Oba narzędzia są ze sobą powiązane: bilans CA mierzy nadwyżkę/deficyt netto wynikający z krajowej wymiany towarów, usług oraz dochodów i transferów z resztą świata, co prowadzi do akumulacji netto zagranicznych pasywów i aktywów, odzwierciedlanych w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Oba narzędzia statystyczne mają swoje słabe strony, do których M. Dąbrowski zalicza<sup>14</sup>:

<sup>13</sup> M. Goldstein, *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy-neighbor exchange rate policies*, Institute for International Economics, Policy Brief, February 2010.

<sup>14</sup> M. Dąbrowski, *Rethinking balance-of-payments constraints in a globalized world*, CASE Studia i Analizy, August 2006.

– fakt, że oba narzędzia bazują na koncepcji rezydencji podmiotów (*residency principle*), a nie narodowości (*nationality principle*), więc niekoniecznie oddają właściwy obraz niedopasowań walutowych (*currency mismatches*) i podatności gospodarki na szoki (*vulnerabilities*)<sup>15</sup>;

– fakt, że oba narzędzia bazują na założeniu, że rezydencja właściciela kapitału ma stały charakter. Oznacza to, że inwestycja w kraju A, finansowana oszczędnościami pochodzącymi z kraju B, będzie „należała” do tego drugiego kraju, oznaczając jego prawo repatriowania dochodu z inwestycji (odsetki, dywidendy), a ostatecznie – zainwestowanego zasobu kapitału. Ze względu na fakt, że bilans płatniczy sumuje wszystkie transakcje przeprowadzane przez dany kraj, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna obejmuje wszystkie aktywa i pasywa należące do kraju, dezagregacja analizowanych przepływów i zasobów na różne kategorie i podkategorie nie jest dogłębna, co prowadzi do uproszczonych wniosków<sup>16</sup>;

Dodatkowa komplikacja wynika z niezrozumiałej terminologii analiz<sup>17</sup>. Dla przykładu, każdy deficyt na rachunku CA kraju jest traktowany jako zadłużenie kraju (*country's borrowing*), zaś każde pasywa zagraniczne – jako dług kraju (*country's debt*). Podejście to abstrahuje od tak istotnej kwestii jak kompozycja przepływów kapitałowych (kredyt, transfery, *equity transactions*).

Jak już wspomniano, dyskusja, „czy rachunki bieżące nadal mają znaczenie” w ocenie stabilności zewnętrznej kraju, a przede wszystkim gospodarki globalnej, staje się coraz bardziej powszechna w literaturze przedmiotu<sup>18</sup>. M. Obstfeld<sup>19</sup> podkreśla, że poglądy negujące znaczenie analizy opartej na CA wynikają z faktu wzrastającej płynności i głębokości globalnych rynków finansowych. Na podstawie powyższych spostrzeżeń wykształciły się dwie przeciwstawne linie rozumowania:

---

<sup>15</sup> Potencjalnie duża część aktywów i pasywów brutto (i odpowiadająca im pozycja netto) może należeć do zagranicznych podmiotów, i jedynie w ograniczonym stopniu odpowiadać bogactwu podmiotów krajowych (*domestic nationals welfare*). Dobrym przykładem jest Irlandia.

<sup>16</sup> W ten sposób np. każda pożyczka krajowego podmiotu uzyskana od zagranicznego kredytodawcy jest klasyfikowana jako pasywa zagraniczne kraju, niezależnie, czy ma/czy nie gwarancji rządowych.

<sup>17</sup> Dla przykładu, P. Lane i M. Milesi-Feretti często posługują się określeniem „kraj wierzycielski” (*creditor country*) i „kraj dłużniczy” (*debtor country*), mając na myśli wszystkie rodzaje transakcji rachunku kapitałowego, nie tylko przepływy kredytu. MFW stosuje bardzo podobną metodologię zarówno dla analiz stabilności deficytu na rachunku obrotów bieżących, jak i deficytu fiskalnego.

<sup>18</sup> Dyskusję „zainaugurował” P. O'Neill, były Sekretarz Stanu USA, określając badanie bilansu CA na płaszczyźnie globalnej „bezzasadną koncepcją” („*meaningless concept*”), [WWW.Imf.org/external/np/tr/2002/tr020418.htm](http://WWW.Imf.org/external/np/tr/2002/tr020418.htm).

<sup>19</sup> M. Obstfeld, *Does the current account still matter?*, NBER Working Paper Series, no. 17 877/March 2012.



1. Pierwsza argumentuje, że globalne rynki finansowe pozwalają krajom na dywersyfikowanie ryzyka. Z wyłączeniem sytuacji, kiedy deficyty CA wynikają z nadmiernych deficytów sektora rządowego, odzwierciedlają one optymalizujące decyzje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw i wspierają efektywną międzyokresową alokację zasobów, nie są zatem niepokojącym zjawiskiem.

2. Druga jest mniej optymistyczna. Wychodząc z założenia, że podział ryzyka (*risk sharing*) jest z założenia niedoskonały, zatem duża część globalnych przepływów kapitału odzwierciedla różne bodźce i zniekształcenia (unikanie opodatkowania, arbitraż regulacyjny, ukryte gwarancje rządowe). Niedoskonałości rynków finansowych generują ryzyko systemowe, które jest endogeniczne w stosunku do systemu finansowego. Argument ten prowadzi do wniosku, że „stabilnościowy impuls” bilansów CA jest mały w porównaniu do przepływów aktywów brutto, które, finansując międzynarodowe transakcje, przenoszą ryzyko wypłacalności partnera (*counterparty risk*), stanowiąc czynnik kryzysogeny.

Pierwszy argument prowadzi zatem do wniosku, że w coraz bardziej zintegrowanym świecie, gdzie przepływy na rachunku bieżącym i kapitałowym są kształtowane w coraz większym stopniu przez decyzje sektora prywatnego, a nie publicznego, koncepcja deficytu na rachunku obrotów bieżących, jest koncepcją przestarzałą. Pogląd ten bazuje na tzw. doktrynie Lawsona, sformułowanej pod koniec lat 80.<sup>20</sup> Doktryna stanowi, że nierównowagi na rachunku obrotów bieżących nie powinny stanowić niepokoju dla decydentów politycznych i ekonomicznych, jeśli wynikają z decyzji sektora prywatnego.

Argument, że maksymalizujące zyski przedsiębiorstwa oraz maksymalizujące użyteczność gospodarstwa domowe nie są, w przeciwieństwie do rządu, w stanie zapożyczyć się ponad miarę (*over-borrow*), nie potwierdza się jednoznacznie w przypadku krajów odnotowujących deficyty CA. Przykładem są doświadczenia Chile z pierwszej połowy lat 80., kiedy to deficyt CA sięgający 14,5% w 1981 r. w dużej mierze wynikał z nadmiernej luki między oszczędnościami a inwestycjami sektora prywatnego<sup>21</sup>.

Dodatkowy argument negujący znaczenie analizy rachunków obrotów bieżących opiera się na spostrzeżeniu, że analiza ta zakłada, że: a) napływy kapitału netto do kraju prowadzą do akumulacji jego zagranicznych pasywów, które, b) nie mogą rosnąć w nieskończoność, więc c) muszą zostać spłacone w przyszłości, co z kolei powoduje, że d) im wyższe są zobowiązania zagraniczne,

---

<sup>20</sup> Doktryna została sformułowana na corocznym szczycie MFV i Banku Światowego w 1988 r. i odnosiła się konkretnie do doświadczeń Wielkiej Brytanii, w przypadku której deficyt CA wzrósł z 1% PKB w 1986 r. do 5% PKB w 1989 r. Za: *Summary proceedings of the forty-third annual meeting of the board of governors, September 27–29, 1988*, IMF, Washington D.C. Mniej więcej w tym samym czasie podobną doktrynę sformułował Pitchford (Pitchford Thesis, zwana też „*consenting adults*”). Punktem odniesienia były tym razem doświadczenia Australii, która od połowy lat 70. odnotowywała deficyty CA, bez kryzysów walutowych i finansowych.

<sup>21</sup> M. Obstfeld, *Does the current account...*

tym większa podatność gospodarki na szoki zewnętrzne. Tradycyjna literatura dotycząca bilansu płatniczego uznawała deficyt na rachunku CA jako zjawisko niemożliwe do utrzymania w długim okresie (*unsustainable*), czynnik ryzyka, który może spowodować atak spekulacyjny na walutę kraju dłużniczego i wywołać kryzys walutowy. Dodatkowo, jak wskazuje M. Shirakawa, w przeszłości, kiedy międzynarodowy przepływ towarów i usług dominował w stosunkach gospodarczych między krajami, ocena stabilności zewnętrznej przez pryzmat bilansu handlowego i rachunku obrotów bieżących stanowiła dobrą miarę nierównowag globalnych. Jednak skala i prędkość globalnych przepływów kapitałowych, wraz ze wzrastającą rolą derywatów finansowych, nakazują zmianę podejścia w ocenie nierównowag globalnych<sup>22</sup>.

Tymczasem współcześnie nieskrępowane przepływy kapitału poszukującego jak najwyższej stopy zwrotu powodują, że krajowe nierównowagi oszczędności i inwestycji mogą mieć bardziej trwały charakter (*more sustainable character*)<sup>23</sup>. Dlatego też w analizie nierównowag globalnych prowadzonych od strony salda na rachunku CA widać przesunięcie z analizy czynników popytowych (nadmierne wydatki wynikające z ekspansywnej polityki pieniężnej, fiskalnej lub dochodowej, prowadzące do deficytu na rachunku CA, który musi być sfinansowany przez zapożyczanie się za granicą) w kierunku analizy czynników podażowych, zwanych też *push factors* (nadwyżkowe oszczędności w jednych krajach, które muszą być zainwestowane zagranicą).

Wśród polemizujących argumentów dotyczących zasadności posługiwania się kategorią sald CA dla oceny nierównowagi zewnętrznej należy wymienić te przytaczane przez MFW i M. Obstfelda.

MFW podkreśla następujące argumenty za zasadnością posługiwania się analizą CA w ocenie równowagi zewnętrznej kraju<sup>24</sup>:

1. Relatywnie małe dostosowania zewnętrzne między krajami implikują znaczne zmiany w sektorze *tradables* i w realnych kursach walutowych. Mimo wzrostu skali procesów globalizacyjnych, poziom integracji między krajami pozostaje skromny, szczególnie dla głównych obszarów walutowych. Dla przykładu, w strefie euro, Japonii czy USA eksport stanowi tylko 10–20% ich PKB, dostosowanie rządu kilku punktów procentowych PKB w ich rachunkach bieżących wymaga dużych zmian w sektorze *tradables* i znacznych ruchów w realnym kursie walutowym.

2. Gwałtowne ruchy kursów walutowych mogą prowadzić do istotnych zmian w fundamentach makroekonomicznych. W latach 70. i 80. było to widoczne przede wszystkim w ruchach cen, gdyż deprecjacja kursu wywierała

---

<sup>22</sup> M. Shirakawa, *Global imbalances and current account imbalances*, BIS Central Banker's speeches, 18.02.2011.

<sup>23</sup> M. Dąbrowski, *Rethinking balance...*

<sup>24</sup> *Essays on trade and finance*, IMF, World Economic Outlook, September 2002.

nacisk na wzrost cen i płac, często wymuszając zacieśnienie polityki pieniężnej. Obecnie, efekt *pass-through* (przełożenie zmian kursowych na ceny) osłabił głównie na skutek wzrostu wiarygodności polityki monetarnej. W wyniku tego, zmiany kursu walutowego są bardziej odczuwalne w zmianach zysków przedsiębiorstw, stopach zwrotu z inwestycji i w cenach aktywów.

3. Mimo, że nierównowagi globalne ostatnich lat odzwierciedlają decyzje sektora prywatnego, nie oznacza to, że były one optymalne. Decyzje inwestycyjne sektora prywatnego, wynikające w dużej mierze z rewolucji w technologiach informatycznych, przypominają w dużym stopniu epizod z wcześniejszych rewolucji technologicznych, kiedy to inwestorzy przeszacowali zyski związane z przyspieszeniem wzrostu produktywności, prowadząc do kosztownej nieoptymalnej alokacji zasobów.

4. Niestabilność w kraju wiodącym w międzynarodowym systemie walutowym może mieć negatywny wpływ na stabilność międzynarodowego systemu finansowego. Międzynarodowy system finansowy generalnie był w przeszłości wtedy stabilny, kiedy pozycja zewnętrzna kraju-leadera była silna (Wielka Brytania w systemie waluty złotej) i mniej stabilny, kiedy pozycja zewnętrzna kraju-leadera była osłabiona.

Z kolei M. Obstfeld przytacza następujące argumenty przemawiające za zasadnością posługiwania się saldem CA:

1. Deficyty CA mogą stanowić symptom kryzysu walutowego lub finansowego. Mimo, że liczne kryzysy były poprzedzone deficytami CA (Chile w 1981 r., Meksyk w 1994 r., USA w 2007 r., Islandia w 2008 r.), literatura nie potwierdza jednoznacznie występowania takiej zależności. Badania empiryczne prowadzą do różnych wniosków. J. Frankel i inni<sup>25</sup> wykazuje, że CA stanowi co prawda pewien wskaźnik przewidujący wystąpienie kryzysu walutowego, ale w mniejszym stopniu niż inne wskaźniki, jak np. międzynarodowe rezerwy czy realne kursy walutowe. P. Gourinchas i inni<sup>26</sup>. dokonuje rozróżnienia między kryzysami walutowymi, bankowymi i zadłużeniowymi i wykazuje, że duże deficyty CA często poprzedzały ostatnie epizody kryzysów. Jednak generalnie saldo CA nie odgrywa istotnej statystycznie roli w przewidywaniu występowania różnych typów kryzysu. Coraz więcej badań empirycznych wykazuje, że wzrost kredytu krajowego może odgrywać istotną ekonomiczną i polityczną rolę dla predykcji następującego po nim kryzysu. Zdolność do pożyczania za granicą pozwala krajowi na pożyczanie po niższej stopie procentowej i przy mniejszym nacisku na kształtowanie się kursu walutowego i inflacji niż w sytuacji, gdyby gospodarka była zamknięta. Naturalne jest zatem domniemanie występowania

<sup>25</sup> J. Frankel, G. Saravelos, *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? evidence from the 2008-2009 global crises*, NBER Working Paper, no. 16 047, June 2010.

<sup>26</sup> P. Gourinchas, M. Obstfeld, *Stories of the twentieth century for the twenty-first*, „American Economic Journal”, January 2012, Macroeconomics 4.

systemowego związku między deficytem CA, wzrostem kredytu krajowego a kryzysem finansowym. Badania empiryczne potwierdzają (zwłaszcza w przypadku krajów *emerging markets*), że napływ netto kapitału prywatnego pomaga generować boomy kredytowe, co – przy słabych systemach finansowych – zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu (choć niektóre duże kraje *emerging markets* doświadczały boomów kredytowych bez napływu netto kapitału).

2. Kształtowanie się sald CA może mieć istotne implikacje makroekonomiczne. Zmiany w saldach CA mogą być skorelowane ze zmianami w globalnych realnych stopach procentowych (szczególnie w odniesieniu do dłuższych zapadalności), wpływać na *terms of trade* i realne kursy walutowe, a zatem na alokację zasobów w gospodarce światowej. Tezę tę potwierdza koncepcja B. Bernanke'a, dotycząca nierównowag globalnych (por. rozdz. III), zgodnie z którą nadwyżka CA w Chinach spowodowała spadek globalnych realnych stóp procentowych, co miało swoje reperkusje dla kształtowania się cen aktywów i rynku nieruchomości w krajach rozwiniętych.

Dla kraju posiadającego deficyty CA bariera finansowania (np. ryzyko *sudden stop*) może generować bolesne dostosowania cen relatywnych i w alokacji zasobów, co może prowadzić do negatywnych efektów bilansowych, zwłaszcza jeśli pasywa wyrażone są w walucie zagranicznej. Skutki ryzyka *sudden stop* zależą zatem w dużej mierze od struktury walutowej i terminowej aktywów i pasywów zagranicznych brutto. Niewielki stopień płynności aktywów zagranicznych, wysoki poziom krótkoterminowych pasywów, które zagranica odmawia rolować, powoduje bolesne dostosowania dla kraju deficytowego. Stopień niekorzystnych efektów makroekonomicznych jest mniejszy w przypadku krajów nadwyżkowych. Kraje nadwyżkowe także mogą doświadczać gwałtownego załamania w napływie kapitału brutto, mimo że ich podatność jest mniejsza niż krajów deficytowych. Gwałtowny spadek napływu kapitału do krajów nadwyżkowych generuje dostosowania w stopach zwrotu i kursach walutowych. Krajowe stopy zwrotu muszą wzrosnąć, aby przekierować krajowe oszczędności do krajowych pożyczkobiorców, podczas gdy realna deprecjacja kursu walutowego redukuje import i pobudza eksport. Jednak zakres wynikający z tego poprawy bilansu handlowego jest z konieczności mniejszy od tego, który musi generować kraj deficytowy, stojący w obliczu ryzyka *sudden stop*. Mimo, że konsekwencje makroekonomiczne posiadania niezbilansowanego salda CA w pierwszej kolejności odczuwają gospodarki narodowe, istnieje realne niebezpieczeństwo przeniesienia skutków na gospodarkę globalną.

**Po drugie**, istnieje wątpliwość, czy nierównowagi globalne są z założenia destabilizujące dla gospodarki światowej. W tym celu dokonuje się rozróżnienia na „*unsustainable*” versus „*sustainable*” *global imbalances*, próbując uchwycić moment, kiedy ich skala przekracza bezpieczne granice i staje się zagrożeniem dla stabilności msw.

Dyskusja ta wynika z nowego spojrzenia na globalne przepływy pieniężne, zgodnie z którym duże nierównowagi mogą być interpretowane jako rynkowy punkt równowagi w gospodarce działającej w nowym paradygmacie. Nierównowagi globalne mogą być postrzegane jako efekt uboczny silniejszego wzrostu globalnego, którego korzyści przewyższają koszty.

Brak spójnego podejścia analitycznego do metody oceny pozycji zewnętrznej kraju i procesów dostosowawczych powoduje, że analizy prowadzone są równolegle w czterech ujęciach. Koncentrują się one na tożsamości bilansowej (*accounting identities*) lub warunkach równowagi (*equilibrium conditions*), co powoduje, że są w pewien sposób spójne. Są to<sup>27</sup>:

– ujęcie przez pryzmat bilansu handlowego (*trade balance view*) – wychodzi z założenia, że CA odzwierciedla głównie bilans w eksporcie i imporcie towarów i usług oraz koszt obsługi istniejących zobowiązań zagranicznych netto i pokrycia płatności transferowych netto. Analiza koncentruje się na determinantach eksportu i importu, z naciskiem na kształtowanie się kursu walutowego;

– ujęcie przez pryzmat oszczędności i inwestycji (*saving-investment view*) – wychodzi z założenia, że CA odzwierciedla bilans krajowych oszczędności i inwestycji. Analiza koncentruje się na determinantach krajowych oszczędności (z naciskiem na pozycje fiskalne) i relatywną atrakcyjność perspektyw inwestycyjnych w ujęciu międzynarodowym. W tym ujęciu podkreśla się często, że pogorszenie salda CA wynikającego ze wzrostu inwestycji należy rozróżniać od pogorszenia wynikającego ze spadku krajowych oszczędności. W. Corden zajmuje skrajne stanowisko, twierdząc, że deficyt CA nie ma znaczenia, jeśli jest wynikiem wyższych inwestycji sektora prywatnego<sup>28</sup>;

– ujęcie przez pryzmat krajowego popytu (*domestic demand view*) – wychodzi z założenia, że CA odzwierciedla bilans między całkowitym popytem krajowym (absorpcja) oraz produkcją i krajową podażą. Analiza koncentruje się na politykach wpływających na krajowy popyt i podaż (głównie politykę fiskalną i monetarną, oraz strukturalną);

– ujęcie przez pryzmat zrównoważonego portfela (*portfolio balance view*) – wychodzi z założenia, że CA odzwierciedla bilans między popytem netto zagranicy na krajowe aktywa i podaży krajowych aktywów. Analiza ta, zwana także często „teorią rachunku kapitałowego jako determinanty CA” (*„capital account view”*), koncentruje się na relatywnych stopach zwrotu, ryzyku, alokacji majątku.

Wyrazem trudności interpretacyjnych zjawiska nierównowag globalnych jest ewolucja w traktowaniu zjawiska i jego pomiarach. Z analizy literatury dotyczącej nierównowag globalnych widać wyraźnie, że:

---

<sup>27</sup> E. Truman, *Postponing global adjustment: an analysis of the pending adjustment of global imbalances*, Institute for International Economics, Working Paper Series, July 2005.

<sup>28</sup> W. Corden, *Economic policy, exchange rates, and the international system*, Oxford University Press, 1994.

- mniej więcej do 2003 r. koncentrowano się na pozycjach zewnętrznych na rachunkach obrotów bieżących głównych gospodarek świata;
- od ok. 2004 r. uwaga zaczęła się koncentrować na nierównowagach w międzynarodowym systemie walutowym, analizy próbowały ukierunkować się na bardziej fundamentalne wyjaśnienia przyczyn nierównowag. Jednym z nurtów stała się wówczas tzw. koncepcja Bretton Woods II jako wytłumaczenie funkcjonowania współczesnego msw;
- mniej więcej w 2005 r. uwaga przesunęła się w kierunku nierównowag w krajowych oszczędnościach i inwestycjach, z naciskiem na wysokie oszczędności i niskie inwestycje poza USA jako kluczowe determinanty globalnych nierównowag;
- mniej więcej w 2006 r. – ekonomiści rozpoczęli formułowanie zintegrowanych teorii odnośnie do finansowych aspektów nierównowag globalnych, akcentując trendy w podaży i popycie na aktywa finansowe jako kluczowe czynniki nierównowag. Nacisk położony został także na znaczenie kompozycji walutowej międzynarodowych aktywów i pasywów oraz rolę efektu wyceny w procesie dostosowawczym. Prowadzone badania empiryczne stanowiły implikacje teorii rachunku kapitałowego jako determinanty CA (*capital account theory of the current account*).

## 1.2. Koncepcja trwałości nierównowagi globalnej (*sustainability of global imbalances*)

Wychodząc z założenia, że nie ma jednej, uniwersalnej miary nierównowag globalnych, nie można też jednoznacznie wskazać prognozy niestabilności globalnej nierównowagi.

Jak zauważa B. Petterson, już sam termin „*imbalance*” sugeruje, że rynki są niedoskonałe, a/lub zachowania podmiotów są nieracjonalne. W tym kontekście rozróżnienie *sustainable imbalances* od *unsustainable imbalances* nabiera kluczowego znaczenia<sup>29</sup>.

Problem oceny *sustainability* wynika z odmiennej percepcji procesów kształtujących współczesne relacje gospodarcze. Przepływy finansowe są coraz częściej traktowane jako kompensujące dla deficytów handlowych niż rezultat decyzji dotyczących globalnych inwestycji i produkcji, które determinują globalną strukturę handlu. Mówiąc bardziej obrazowo, *sustainability* nierównowag jest postrzegana przez pryzmat skłonności zagranicznych pożyczkodawców do kontynuowania finansowania deficytu CA w USA, a nie w kontekście skłonności krajów nadwyżkowych do kontynuowania inwestowania ich nadwy-

---

<sup>29</sup> B. Petterson, *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review” 2006, no. 3.

żek w USA dla sfinansowania krajowego eksportu<sup>30</sup>. Tradycyjne miary trwałości nierównowag (*sustainability of imbalances*) mogą nie mieć zastosowania w świecie zwiększonej integracji finansowej.

Międzyokresowe ujęcie bilansu płatniczego i rachunku CA, które jest obecnie standardową metodą analizy równowagi zewnętrznej, nie jest wystarczająco dobrze „osadzone” dla oceny *sustainability* CA. W podejściu tym bilans CA jest wynikiem antycypacyjnych (*forward-looking*) decyzji inwestycyjnych, dotyczących oszczędności ze strony, optymalizujących swoje decyzje, podmiotów gospodarczych, zatem z definicji jest w długim okresie *sustainable*. Bilans CA, który założenia jest *sustainable*, zależy od decyzji portfelowych zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. W krótkim okresie występują odchylenia od długookresowego poziomu *sustainability*, które jednak nie powinny być uporczywe (*persistent*).

Ze względu na to, że saldo CA jest tylko jednym z czynników determinujących w krótkim okresie pozycję inwestycyjną netto kraju, za najlepszą krótkookresową miarę *sustainability* nierównowagi zewnętrznej kraju P. Lane i inni uznają przyjęcie wskaźnika pozycji inwestycyjnej netto wobec PKB<sup>31</sup>. Stabilizowanie poziomu aktywów zagranicznych netto w stosunku do PKB jest – ich zdaniem – najlepszą miarą oceny *sustainability* danej gospodarki. Na wielkość tego wskaźnika, oprócz skumulowanego salda CA z przeszłości (zawierającego bilans handlowy i dochód z inwestycji), wpływają:

- wzrost PKB. Kiedy wzrasta nominalne PKB kraju, zadłużenie może wzrastać w tym samym tempie bez wzrostu wskaźnika. Przy nominalnie stałej wartości aktywów zagranicznych wyższy PKB obniża wskaźnik aktywów netto/PKB (*sustainability* nierównowagi zewnętrznej gospodarki). Dla kraju dłużniczego (USA) szybszy wzrost gospodarczy redukuje rozmiar ujemnej pozycji inwestycyjnej w stosunku do PKB. W przeciwieństwie, dla krajów wierzycielskich, szybszy wzrost gospodarczy redukuje rozmiar dodatniej pozycji inwestycyjnej w stosunku do PKB;

- komponenty tzw. efektu wyceny.

Wskaźnik aktywów netto/PKB jest lepszą miarą *sustainability* nierównowagi zewnętrznej niż sama analiza międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, która może dawać mylące informacje. Dla przykładu, ujemnej pozycji inwestycyjnej (–150%) Finlandii w 2000 r. nie należy interpretować jako słabości gospodarki, lecz przeciwnie – jako oznakę jej siły, gdyż w decydującej mierze odzwierciedlała giełdową wycenę akcji Nokia<sup>32</sup>.

<sup>30</sup> J. Kregel, *Understanding imbalances...*

<sup>31</sup> P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *Global perspective on external positions*, [w:] *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, [www.nber.org/books/curracct/lane-milesi-ferretti8-19-05.pdf](http://www.nber.org/books/curracct/lane-milesi-ferretti8-19-05.pdf).

<sup>32</sup> *Global current account imbalances and the euro area*, Quarterly Report on the Euro Area, October 2005.

W długim okresie, gdy pozycja netto jest determinowana w decydującej mierze saldem CA, powyższy wskaźnik prowadzi do mylących interpretacji. Dlatego też, mimo że Unia Gospodarcza i Walutowa (UGiW) osiąga w ostatnich latach ujemną pozycję inwestycyjną, sięgającą 2/3 pozycji USA, zaś wskaźniki zmiany aktywów netto/PKB kształtują się na podobnym poziomie, *sustainability* nierównowagi zewnętrznej UGiW nie jest uznawane za zagrożone.

W długim okresie, ocena *sustainability* nierównowagi zewnętrznej przez pryzmat kształtowania się aktywów netto/PKB jest nieużyteczną miarą, co potwierdzają doświadczenia historyczne. Największe ujemne pozycje inwestycyjne w stosunku do PKB osiągały: Australia w połowie lat 90. (90% PKB), Irlandia w latach 80. (70% PKB), Nowa Zelandia w drugiej połowie lat 90. (90% PKB). Kraje te wkraczały później na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego<sup>33</sup>.

C. Grave przyjmuje bardziej „optymistyczną” z punktu widzenia USA miarę *sustainability*. Uznaje, że lepszą miarą aniżeli wskaźnik aktywów netto do PKB kraju jest odniesienie aktywów zagranicznych netto do całkowitych aktywów kraju (krajowych i zagranicznych). Wychodząc z założenia, że napływ kapitału służącego finansowaniu deficytu CA (850 mld USD) stanowi zaledwie 1,5% całkowitego kapitału, szacuje, że gdyby amerykańskie aktywa prywatne netto utrzymywały roczne tempo wzrostu na poziomie 6,3% (średnie tempo z ostatniej dekady), wówczas deficyt absorbowałby tylko ¼ rocznego wzrostu majątku. W wyniku tego, deficyt CA byłby *sustainable* na poziomie 6,5% PKB i nawet wyższym. Inaczej mówiąc, takie rozumowanie sprowadza się do postulatu oceny pasywów zagranicznych netto (wynoszących 2,5 trylionów USD) w stosunku do majątku netto (55 tryl. USD), a nie do PKB kraju (12 trylionów USD)<sup>34</sup>.

Słusznie zatem E. Truman zwraca uwagę, że różne miary *sustainability* prowadzą do odmiennych wniosków dotyczących mechanizmu i tempa korekty nierównowagi. Wskazuje, że w literaturze zamiennie stosowanych jest sześć miar oceny *sustainability* amerykańskiej nierównowagi płatniczej jako:

- *status quo* w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej;
- *status quo* w CA (jako % PKB),
- *status quo* w CA (w mld USD),
- wskaźnik produktywności (ocena *sustainability* przez pryzmat kontynuacji wzrostu produktywności w USA),
- globalny majątek (*global wealth view*) – rozumiany jako stabilizowanie zobowiązań netto USA względem globalnego majątku,
- zerowy deficyt handlowy.

<sup>33</sup> Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review” 2007, vol. 40, no. 1.

<sup>34</sup> C. Grave i in., *Our Brave New World*, Gave Kal Research, Hong Kong 2005.



Również P. Lane i inni dochodzą do wniosku, że niemożliwe jest określenie „progu utrzymywalności CA” (*threshold of sustainability*), od którego rozpoczyna się proces korekty. Dlatego lepszym podejściem jest identyfikowanie wskaźników *sustainability* (*indicators of sustainability*), takich jak polityka kursowa, otwartość handlu, kondycja sektora finansowego, poziom oszczędności i inwestycji.

Dotychczasowe rozważania na temat *sustainability* dotyczyły alternatywnych metod jej oceny w odniesieniu do gospodarki narodowej. Problem oceny *sustainability* nierównowagi globalnej jest jednak kwestią bardziej złożoną. Polega na tym, że *sustainability* nierównowagi płatniczej danego kraju nie musi się pokrywać z *sustainability of global imbalances*. Dla przykładu, niezależnie od przyjętej miary i interpretacji *sustainability* deficytu CA w USA należy uznać, że deficyt ten stanowił przez ponad dekadę stymulantę netto dla wzrostu gospodarki globalnej. Ekspansja amerykańskiego deficytu w okresie 1999–2004 przyczyniła się do wzrostu o 1,7% PKB w „reszcie świata”, średnio 0,3% rocznie<sup>35</sup>.

Aby lepiej uchwycić moment, kiedy nierównowagi globalne mogą stać się *unsustainable* (niemożliwe do utrzymania), próbuje się wyodrębnić czynniki zwiększające i zmniejszające ryzyko destabilizacji finansowej. I tak, wśród czynników zwiększających niestabilność współczesnej nierównowagi globalnej wyróżnia się:

1. Wzrastającą liczbą krajów odnotowujących nadwyżki w bilansie obrotów bieżących. Może to utrudniać rozwiązanie problemu nierównowag globalnych (problem koordynacji), szczególnie w sytuacji wysokiej heterogeniczności krajów nadwyżkowych. Z drugiej strony, wzrastająca liczba krajów odnotowujących nadwyżki na rachunku obrotów bieżących może być interpretowana jako czynnik stabilizujący współczesną nierównowagę globalną, gdyż powoduje rozłożenie ryzyka między większą liczbę uczestników rynku.

2. Problem wzrostu nacisków protekcyjnych ze strony krajów deficytowych. Związek pomiędzy deficytami a naciskami protekcyjnymi jest obszernie udokumentowany w literaturze dotyczącej handlu międzynarodowego, gdzie deficyty handlowe są postrzegane jako odzwierciedlające stosowanie nieuczciwych praktyk handlowych przez inne kraje (Takacs 1981, Dornbusch and Frankel 1987, McKinnon 2001).

W kontekście powyższego, należy się zgodzić z M. Shirakawa, który podkreśla, że nie dysponujemy jeszcze odpowiednią miarą *unsustainable global imbalance*. W konstrukcji potencjalnej miary istotną rolę powinno odgrywać uwzględnienie takich zjawisk, jak:

- duże zmiany w cenach aktywów,
- występowanie dźwigni finansowej,
- gwałtowny wzrost zadłużenia w sektorze przedsiębiorstw.

---

<sup>35</sup> E. Truman, *Postponing global adjustment...*

Monitorowanie samego wskaźnika nadwyżki/deficytu na rachunku obrotów bieżących krajów może nie być wystarczającym dla uchwycenia zagrożenia dla stabilności gospodarki globalnej<sup>36</sup>.

M. Shirakawa stoi na stanowisku, że przepływy kapitałowe netto odpowiadające saldom na rachunku obrotów bieżących, nie są wystarczającym źródłem informacji na temat potencjalnych źródeł *unsustainable imbalance*. Także w Raporcie BIS znajdujemy rekomendację, że dopiero spojrzenie na przepływy kapitałowe brutto pozwala właściwie ocenić ryzyka wynikające z nierównowag finansowych<sup>37</sup>. Przepływy kapitałowe brutto odzwierciedlają akumulację złożonego profilu ryzyk instytucji finansowych, takich jak: niedopasowanie walutowe (*currency mismatches*), terminowe (*maturity mismatches*) i ryzyko kredytowe (*credit risk*). W świecie powiązanych ze sobą bilansów instytucji finansowych, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych analiza przepływów kapitałowych brutto pozwala ocenić podatność gospodarki globalnej na niestabilność.

Zdaniem M. Shirakawy, tworząc wskaźnik pozwalający identyfikować i zarządzać *unsustainable global imbalances*, należy uwzględnić trzy aspekty – dwa o charakterze długookresowym i jeden wynikający z bieżącej sytuacji globalnej:

1. Gospodarka światowa znajduje się na etapie przyspieszenia procesu finansowej i gospodarczej globalizacji. W wyniku postępu technologicznego powiązania między rynkami finansowymi i jego uczestnikami stały się bardziej złożone. Ewentualne szoki są szybko transferowane między krajami. Efekt działania kanału podejmowania ryzyka (*risk-taking channel*) w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej<sup>38</sup> jest większy niż w przeszłości.

2. Wzrasta udział krajów *emerging markets* w gospodarce globalnej. Kraje te stały się siłą napędową globalnego wzrostu. Brak elastycznych reżimów kursowych w tych krajach ma silniejsze reperkusje dla gospodarki światowej.

3. Gospodarka światowa odnotowuje zróżnicowaną ścieżkę wychodzenia z kryzysu finansowego. Kraje *emerging markets* kontynuują ścieżkę wysokiego wzrostu, podczas gdy kraje rozwinięte słabe tempo wzrostu. Dodatkowo banki centralne krajów rozwiniętych prowadzą wyjątkowo akomodacyjną politykę pieniężną za pomocą instrumentów niekonwencjonalnych, borykając się z problemem bliskich zeru nominalnych stóp procentowych oraz słabym mechanizmem transmisji, dodatkowo ograniczanym problemami bilansowymi. W świecie zintegrowanych globalnych systemów finansowych i rozbieżnych ścieżek wzrostu kapitał przepływa do szybciej wzrastających krajów *emerging markets*,

<sup>36</sup> M. Shirakawa, *Global imbalances...*

<sup>37</sup> *The risks of international imbalances...*

<sup>38</sup> Jego przykładem może być zachowanie globalnych inwestorów poszukujących najbardziej rentownych przedsięwzięć (*search-for-yield behaviour*).

dotatkowo nie borykającymi się z problemami polityki pieniężnej. W środowisku niskich stóp procentowych istnieje jednak niebezpieczeństwo tworzenia boomów i nagłego odwrotu kapitału na skutek dużej skali napływu kapitału do krajów *emerging markets*<sup>39</sup>.

## 2. Statystyczne problemy pomiaru nierównowag globalnych

### 2.1. Rozbieżności w pomiarach globalnych nierównowag

Analizę statystyczną globalnych nierównowag komplikuje rozbieżność w globalnym ujęciu rachunków bieżących (*global current account discrepancy*) i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

Od 1997 r. narasta statystyczna rozbieżność w pomiarze równowagi zewnętrznej – gospodarka światowa jako całość odnotowuje wzrastający deficyt na rachunku obrotów bieżących. Z logicznego punktu widzenia, jako że eksport jednego kraju jest importem innego kraju, pozycje krajów z tytułu obrotów bieżących powinny sumować się do zera. Rozbieżność między stroną deficytową a nadwyżkową rachunku obrotów bieżących sięgała w 2001 r. 2% globalnego importu, zaś w 2002 r. 3%<sup>40</sup>.

Rozbieżność w globalnym ujęciu pozycji rachunków bieżących i niedoszacowanie strony nadwyżkowej (*the mystery of the missing current account surpluses*) J. Marquez i inni próbują tłumaczyć następującymi czynnikami<sup>41</sup>:

1) opóźnieniami w ewidencjonowaniu transakcji (*transaction lags*) – eksport ewidencjonowany jest w jednym roku, podczas gdy odpowiadający mu import księgowany w roku następnym;

2) niedoszacowaniem dochodu z inwestycji (*underreporting of investment income*) – co częściowo ma związek z unikaniem opodatkowania oraz wzrostem znaczenia centrów *offshore*;

3) asymetryczną wyceną (*asymmetric valuation*) – kiedy ta sama transakcja jest wyceniana po różnych cenach w eksporcie i imporcie;

4) jakością danych statystycznych (*data quality issues*) – co szczególnie odnosi się do usług transportowych i dochodów pracowników.

---

<sup>39</sup> Zwraca się uwagę na wzrost korelacji między rynkami akcji oraz między rynkami akcji krajów *emerging markets* a rynkami surowców, co w dużej mierze przypisuje się strategiom inwestycyjnym typu *carry trades*.

<sup>40</sup> IMF, World Economic Outlook, September 2002.

<sup>41</sup> J. Marquez, L. Workman, *Modeling the IMF's statistical discrepancy in the global current account*, IMF Staff Papers, no. 48(3), 2001.

Dla oceny roli powyższych czynników J. Marquez i inni zbudowali model, który do 2002 r. pozytywnie zweryfikował występujące rozbieżności w pomiarze rachunków obrotów bieżących w ujęciu globalnym. Zdaniem autorów, występującą rozbieżność w największym stopniu należy przypisać czwartemu z powyższych czynników, mianowicie *data quality issues*. Później, efekt ten osłabł, a wzrost absolutnej wartości rozbieżności w 2001 r. należy raczej przypisać niedoszacowaniu dochodów z inwestycji<sup>42</sup>.

Również pomiar międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w wymiarze globalnym jest problematyczny, co wynika z faktu, że dane dotyczące przepływów finansowych co prawda poprawiają się, ale wciąż pozostają nieperfekcyjne. Pewną szansę na poprawę jakości danych międzynarodowych inwestycji stanowi, wdrożony przez MFW, Skoordynowany Przegląd Inwestycji Portfelowych (CPIS), do którego przystępuje coraz większa liczba krajów.

## 2.2. Metody pomiaru nierównowag globalnych

W teorii brak jest jednolitej metody pomiaru zjawiska *global imbalances*. Lukę tę wypełnia obszerna (wspomniana już przy problemach definicyjnych zjawiska) praca T. Bracke'a i innych<sup>43</sup>, w której autorzy zaproponowali cztery miary nierównowag, odpowiadające czterem specyficznym aspektom zjawiska:

- dyspersji pozycji zewnętrznej z tytułu rachunku bieżącego między krajami,
- mierzeniu nierównowag od strony finansowej (skoncentrowanie na zagranicznych aktywach brutto i netto),
- zestawie pośrednich miar zaburzeń gospodarczych mających związek z nierównowagami globalnymi,
- estymacji ryzyk towarzyszących nierównowagom.

Wskaźniki te były w przeszłości wykorzystywane do różnych analiz, ale tu po raz pierwszy można odnaleźć ich syntetyczne zestawienie w kontekście nierównowag globalnych.

### 2.2.1. Statystyczne miary „światowych pozycji zewnętrznych” z tytułu rachunku obrotów bieżących (*World current account positions*)

Rozmiar nierównowag globalnych może obrazować dystrybucja pozycji z tytułu rachunku obrotów bieżących. Do miar tych należą:

- pozycje z tytułu rachunku bieżącego (CA) w ujęciu absolutnym;
- koncentracja pozycji z tytułu rachunku bieżącego w określonej grupie krajów (*concentration of current account positions*). Dla przykładu, nierówno-

---

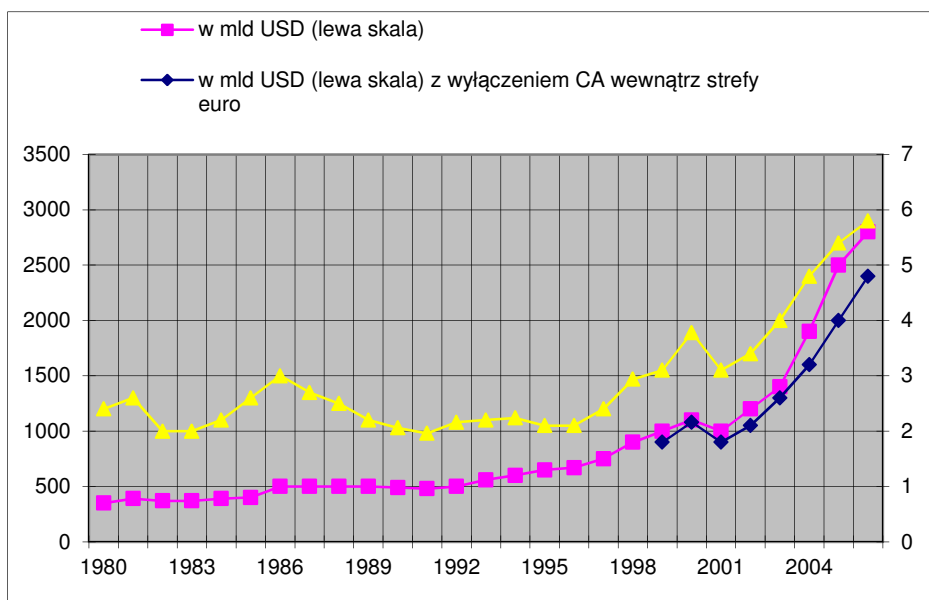
<sup>42</sup> *Ibidem*.

<sup>43</sup> T. Bracke i in., *A framework...*

wagi w latach 80. były skoncentrowane w relatywnie niewielkiej liczbie krajów. W przeciwieństwie, współczesne nierównowagi są dystrybuowane między większą liczbę krajów, stanowią bardziej wynik czynników oddziałujących w regionie (idiosynkratycznych) niż konkretnego czynnika globalnego. Stanowi to argument za koordynacją działań w procesie dostosowawczym<sup>44</sup>;

– utrzymywanie się pozycji z tytułu rachunku bieżącego w dłuższym czasie (*persistence of current account positions*).

Zaletą oparcia się na absolutnej wartości pozycji z tyt. rachunku bieżącego jest taka, że miara ta wskazuje nie tylko na narastanie nierównowag globalnych w czasie, ale także dynamikę skali zjawiska zarówno w ujęciu wartościowym, jak i procentowym w stosunku do PKB.



**Wykres 1.** Suma bilansów CA w gospodarce światowej (w mld USD, jako % światowego PKB)

Źródło: T. Bracke i in., *A framework for assessing global imbalances*, ECB Occasional Paper, no. 78/2008.

Jednakże opieranie się na wartości absolutnej pozycji z tytułu rachunku obrotów bieżących może prowadzić do podwójnej księgowości, jako że każdemu defycytowi powinna – z definicji – odpowiadać nadwyżka. Ponadto, przyjęcie takiego zagregowanego wskaźnika ukrywa ważne rozbieżności między krajami

<sup>44</sup> *Global Imbalances: A saving and investment perspective*, IMF World Economic Outlook, September 2005.

i regionami. Istotnie, miara ta wskazuje na narastający trend nierównowag globalnych w ujęciu absolutnym, jako suma krajowych pozycji z tytułu salda na rachunku obrotów bieżących, jednakże nie informuje, czy proces ten jest równomiernym udziałem krajów, czy ogranicza się do kilku (kilkunastu) gospodarek. Tymczasem specyfika współczesnego zjawiska nierównowag globalnych polega na tym, że deficyt na rachunku obrotów bieżących ogranicza się w zasadzie do jednego kraju, nadwyżki są udziałem znacznie większej liczby krajów. (np. – w 2005 r. dziewięć krajów osiągnęło nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, sięgające 9% ich PKB). Stopień dyspersji nierównowag globalnych może więc zostać uchwycony przez przyjęcie innej miary – indeksów deficytów i nadwyżek. We wzorze (1) przedstawiono indeks deficytów – liczony tylko dla krajów deficytowych, natomiast we wzorze (2) – indeks nadwyżek – liczony tylko dla krajów nadwyżkowych<sup>45</sup>.

$$S^{deficits} = 1 / \sum_{\forall i, s.t. CA_i < 0} \left( \frac{\overline{CA_i}}{\sum_{\forall i} \overline{CA_i}} \right)^2 \quad (1)$$

gdzie:

$\overline{CA_i}$  – CA (w USD) w ujęciu nominalnym,  
 $CA_i$  – CA w wartościach absolutnych.

$$S^{surpluses} = 1 / \sum_{\forall i, s.t. CA_i > 0} \left( \frac{\overline{CA_i}}{\sum_{\forall i} \overline{CA_i}} \right)^2 \quad (2)$$

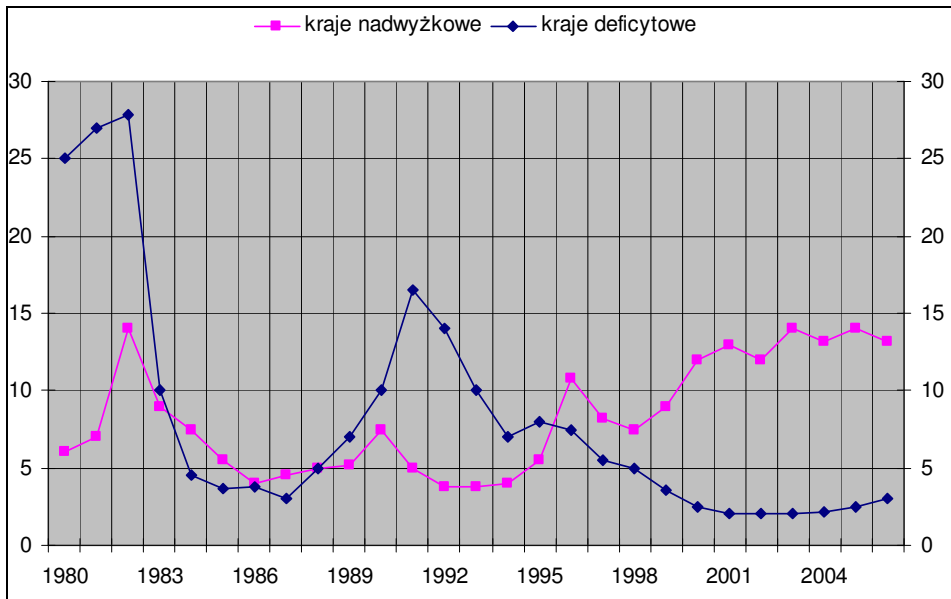
gdzie: oznaczenia jak we wzorze (1).

Wzrost indeksu oznacza większą dyspersję (mniejszą koncentrację) nierównowag między krajami, spadek indeksu oznacza koncentrację nierównowag w kilku krajach. Miara ta oddaje pewien obraz współczesnych nierównowag. Widoczny jest spadający indeks dla krajów deficytowych, co odzwierciedla większą koncentrację deficytu (w 2005 r. USA absorbowwały 2/3 światowych oszczędności netto). Miara dyspersji w odniesieniu do krajów nadwyżkowych odzwierciedla rosnący indeks krajów nadwyżkowych – deficyt coraz bardziej koncentrujący się w jednym dla kraju jest odzwierciedlany w nadwyżkach coraz

<sup>45</sup> T. Bracke i in., *A framework...*

większej grupy krajów. Dla przykładu, w 1985 r. tylko trzy kraje (Japonia, Niemcy, Holandia) stanowiły 50% światowych nadwyżek w bilansie obrotów bieżących, zaś w 2005 r. było już to pięć krajów (Japonia, Chiny, Niemcy, Arabia Saudyjska, Rosja).

Analiza nierównowagi zewnętrznej od strony dyspersji krajów nadwyżkowych i deficytowych może być pomocna w ocenie szans wdrażania polityki koordynacyjnej w skali globalnej (im więcej krajów, tym trudniej o działania koordynacyjne) oraz rozproszenia ryzyka między większą/mniejszą liczbę uczestników gospodarki globalnej.



Wykres 2. Średnia dyspersja bilansów CA

Uwaga: wzrost oznacza większą dyspersję (mniejszą koncentrację).

Źródło: jak na wykresie 1.

Trzecia miara statystyczna w tej grupie odzwierciedla uporczywość nierównowag (*persistence of current account balances*). Widoczne jest to od połowy lat 90. – kraje wykazują tendencję do pogłębiania deficytów/nadwyżek, ale rzadko przechodzą ze stanu deficytowego w nadwyżkowy i odwrotnie (dla przykładu, USA od 1980 r. tylko raz odnotowały nadwyżkę – w 1991 r.).

Utrzymywanie się pozycji rachunku bieżącego po stronie deficytowej lub nadwyżkowej może być opisane następującą miarą statystyczną – wzór (3)<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> *Ibidem*.

$$S_{presistenc e,t} = \frac{1}{2} \sum_{\forall i} abs \left[ \left( \frac{CA_i}{\sum_{\forall i} CA_i} \right)_t - \left( \frac{CA_i}{\sum_{\forall i} CA_i} \right)_{t-1} \right] \quad (3)$$

gdzie: oznaczenia jak we wzorze (1).

Indeks uporczywości nierównowag mieści się w przedziale od 0 do 1, przy czym 0 wskazuje na maximum uporczywości, 1 na maximum zmienności.

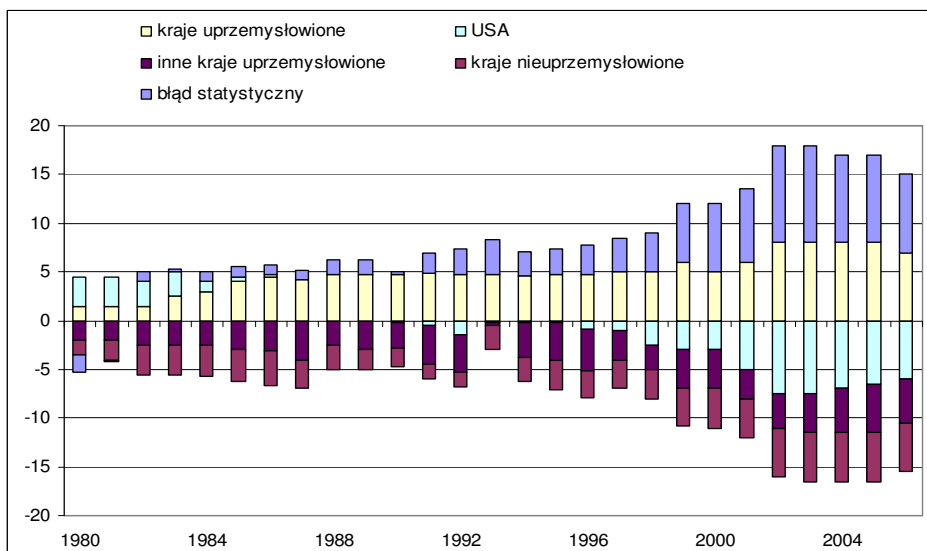
### 2.2.2. Statystyczne miary zagranicznych pozycji inwestycyjnych

Znaczenie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jako narzędzia analizy makroekonomicznej państw wzrasta od końca lat 90. Potrzeba wzbogacenia pomiaru nierównowag globalnych o takie narzędzie analizy ekonomicznej wynika z faktu, że **ewolucja zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto w ostatnich latach tylko częściowo odzwierciedla ewolucję bilansów obrotów bieżących**. Przykładem są USA, których udział w światowych pasywach zagranicznych netto wynosi niewiele ponad 1/3, zaś udział w światowych deficytach na rachunku bieżącym 75%. Innym przykładem są kraje *emerging markets*, które mają największy udział we wzroście nadwyżek na rachunku obrotów bieżących, jednocześnie nie przyczyniają się do wzrostu zagranicznych aktywów netto.

Spojrzenie na zagraniczne aktywa brutto dodatkowo komplikuje ocenę zjawiska nierównowag i metody ich rozwiązania. Analiza zagranicznych aktywów w ujęciu brutto wskazuje, że kraje *emerging markets* mają tu znikomy udział (mniej niż 10% całości). Ich udział w zagranicznych aktywach netto i brutto jest znacznie skromniejszy niż sugerowałaby analiza rachunku obrotów bieżących – co ma istotne konsekwencje dla dyskusji na temat roli krajów *emerging markets* w rozwiązywaniu nierównowag.

Wiele krajów *emerging markets* (Brazylia, Meksyk) ma saldo rachunku bieżącego bliskie równowagi, podczas gdy ich pozycja inwestycyjna netto jest głęboko ujemna (łącznie ponad 600 mld USD w 2005 r.). Dodatkowo, istotne znaczenie ma dynamika pozycji inwestycyjnej netto – w przypadku USA suma przeszłych deficytów na rachunku obrotów bieżących w wartościach absolutnych notorycznie przekracza poziom krajowych pasywów netto. Różnica między obiema miarami jest tłumaczona wyższymi stopami zwrotu z amerykańskich aktywów zagranicznych i niskim oprocentowaniem zagranicznych pasywów osiąganym przez zagranicznych inwestorów.

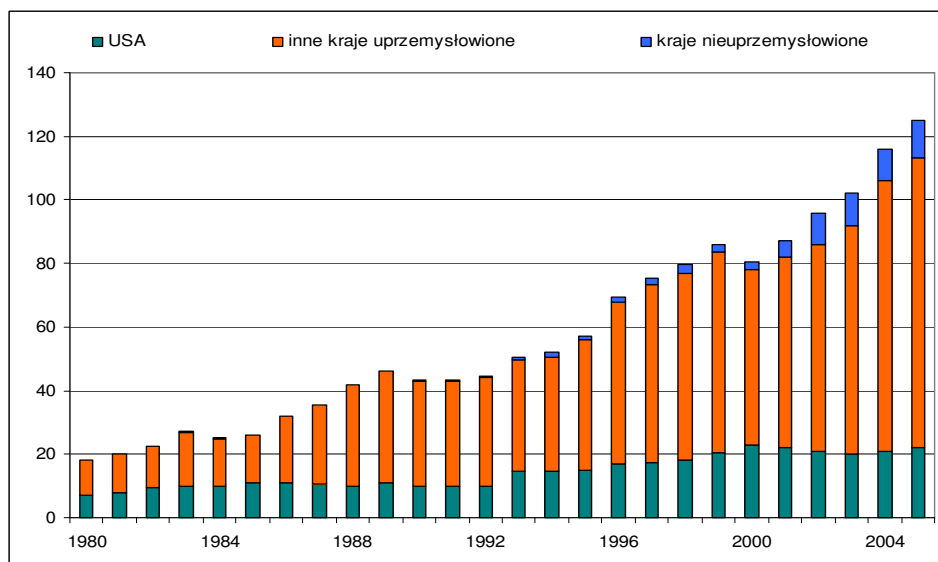




**Wykres 3.** Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (jako % światowego PKB)

Uwaga: kategoria „inne kraje uprzemysłowione” odnosi się do pasywów krajów uprzemysłowionych z wyłączeniem USA.

Źródło: jak na wykresie 1.



**Wykres 4.** Międzynarodowa pozycja inwestycyjna brutto (jako % światowego PKB)

Uwaga: kategoria „inne kraje uprzemysłowione” odnosi się do krajów uprzemysłowionych z wyłączeniem USA.

Źródło: jak na wykresie 1.

Związek między kształtowaniem się CA a zmianami pozycji inwestycyjnej netto jest słabnący. Tabela 1 prezentuje kształtowanie się współczynnika korelacji  $\rho(\text{NIIP/PKB}, \text{CA/PKB})$  dla dwóch przedziałów: 1971–1990 oraz okresu intensywnej globalizacji finansowej 1991–2010, dla trzech grup krajów: krajów o wysokim dochodzie, krajów *emerging markets* oraz krajów rozwijających się. Dla wszystkich trzech grup współczynnik korelacji spadł w drugim okresie. Zmiana jest jednak najbardziej widoczna w przypadku krajów wysoko rozwiniętych, które posiadają największe pozycje inwestycyjne brutto.

**Tabela 1.** Korelacja  $\rho$  (NIIP/PKB, CA/PKB) w podziale na okresy i grupy krajów

Grupa krajów	1971–1990	1991–2010
Wysoko rozwinięte	0,61	0,26
<i>Emerging markets</i>	0,54	0,46
Rozwijające się	0,46	0,34

Źródło: M. Obstfeld, *Does the current account still matter?*, NBER Working Papers, no. 17877/March 2012.

W zmianach pozycji inwestycyjnej netto coraz mniej istotnym komponentem staje się rachunek obrotów bieżących, jednocześnie pozycja inwestycyjna netto niekoniecznie odzwierciedla skalę nierównowagi finansowej. Stąd dla oceny skali nierównowagi finansowej i wynikających z tego ryzyk coraz istotniejszą rolę przypisuje się analizie przepływów kapitałowych w ujęciu brutto<sup>47</sup>.

Pozycje zagranicznych aktywów brutto wzrastają w znacznie szybszym tempie niż pozycje zagranicznych aktywów netto – w okresie 1995–2006 światowe zagraniczne aktywa brutto wzrosły z 55 do 130% światowego PKB, podczas gdy zagraniczne aktywa netto z 7 do 15% PKB. A zatem, wzrost przepływów finansowych w skali globalnej ma charakter przepływów dwukierunkowych, przepływy finansowe nawzajem znoszą się, co wynika z wyższego stopnia integracji finansowej. Koncentrowanie uwagi na przepływach brutto jest istotne, gdyż odzwierciedla skalę transakcji transgranicznych (*cross-border*) instytucji finansowych działających w skali międzynarodowej. Transakcje *cross-border* (zawierane głównie przez banki komercyjne z innymi instytucjami finansowymi), polegające na dokonywaniu inwestycji i pozyskiwaniu kapitału

<sup>47</sup> Różnica między napływami brutto do kraju a odpływami brutto odpowiada bilansowi CA. Napływy brutto większe od odpływów odpowiadają deficytowi CA, odpływy brutto przewyższające napływy brutto odpowiadają nadwyżce CA. Analizowane niezależnie napływy i odpływy brutto mogą mieć niewielki związek z rozmiarem salda CA.

w różnych walutach i kategoriach instrumentów, stanowią miarę otwartości finansowej gospodarki, jednocześnie wskazując na ryzyko niestabilności finansowej.

Zjawisko wzrostu skali przepływów kapitałowych brutto tłumaczy się wyższym stopniem integracji finansowej, podziałem ryzyka (*risk-sharing*) oraz mniejszym *home bias*<sup>48</sup>, a zatem międzynarodowe przepływy kapitałowe w mniejszym stopniu odgrywają rolę uczestniczenia w transferze oszczędności netto między krajami, w większym stopniu efektywniejszej alokacji zasobów i rozszerzenia ryzyka (*to spread risk*).

Z punktu widzenia dalszych rozważań, istotne jest spostrzeżenie, że mimo iż kraje *emerging markets* nie mają istotnego udziału w światowych zagranicznych aktywach brutto, w znacznym stopniu przyczyniają się do akumulacji międzynarodowych aktywów rezerwowych.

### 2.2.3. Wskaźniki zniekształceń (*indicators of distortions*)

Ze względu na to, że pozycja zewnętrzna (*external position*) nie zawsze odzwierciedla optymalizujące zachowania prywatnych uczestników rynku, które to z kolei mogą wynikać z zaburzeń w funkcjonowaniu globalnych rynków towarowych i finansowych, koncentrując się na rodzajach zaburzeń, można także ocenić źródła oraz dokonać pomiaru nierównowag globalnych. Występowanie zniekształceń wpływa na spadek dobrobytu (*net welfare loss*) dla gospodarki globalnej.

T. Bracke i inni<sup>49</sup> wyodrębniają cztery czynniki zniekształcające, mogące wpływać na narastanie i uporczywość (*persistence*) nierównowag globalnych. Są to:

#### 1. Interwencje na rynku walutowym.

Mimo, że stałe kursy walutowe nie są zniekształceniem *per se*, mogą nim stać się, jeśli kurs walutowy jest utrzymywany na poziomie nieodzwierciedlającym fundamenty ekonomiczne kraju. Jednym ze wskaźników zniekształceń jest utrzymywanie się dużej skali interwencji na rynkach walutowych, prowadzące do akumulacji rezerw walutowych. **Analiza skali i konsekwencji akumulacji rezerw może być zatem pośrednią miarą zjawiska nierównowag.** Dodatkowymi miarami mogą być estymacje stopnia niedoszacowania kursu walutowego w odniesieniu do poziomu kursu fundamentalnego lub równowagi.

---

<sup>48</sup> „*Home bias*” oznacza tu preferowanie rynków krajowych w decyzjach inwestycyjnych na poziomie globalnym.

<sup>49</sup> T. Bracke i in., *A framework...*

2. Zniekształcenia wynikające z polityk makroekonomicznych lub strukturalnych.

Wychodząc z założenia, że polityki makroekonomiczne lub strukturalne mają wpływ na saldo rachunku obrotów bieżących, analiza zniekształceń w kształtowaniu tych polityk pozwala na wychwycenie czynników nierównowag. W szczególności dużą wagę należy przypisać polityce fiskalnej. Kształt polityki fiskalnej (np. reżim podatkowy) może mieć wpływ na decyzje dotyczące oszczędności i inwestycji sektora prywatnego i alokację zasobów zarówno w ujęciu krajowym, jak i międzynarodowym<sup>50</sup>. Zniekształcenia wynikające z polityki gospodarczej wpływają na rynki towarowe, finansowe oraz pracy, mają silny wpływ na potencjalną produkcję, co z kolei determinuje saldo płatnicze kraju.

3. Polityka rządu w zakresie rynków finansowych.

Trzecie zniekształcenie może odnosić się do roli rządu – lub braku takowej – w kształtowaniu i rozwoju krajowego rynku finansowego. Przykładem kraju generującego taki rodzaj zniekształceń są Chiny, gdzie słabo rozwinięty krajowy rynek finansowy ma istotny wpływ na kształtowanie się wzorca oszczędności-inwestycje, a przez to na saldo CA.

4. Międzynarodowe bariery regulacyjne.

Czwarty rodzaj zniekształceń wynika z międzynarodowych barier regulacyjnych, które można odnieść do trzech sfer:

- barier handlowych – analiza koncentruje się na różnych wskaźnikach protekcjonizmu, np. wskaźniki pozataryfowych środków regulacyjnych w handlu;
- barier na rynkach kapitałowych – miarą tego zniekształcenia może być indeks liberalizacji rachunku kapitałowego;
- międzynarodowych karteli w sektorze produkcyjnym (np. OPEC).

#### 2.2.4 Wskaźniki ryzyka (*indicators of risks*)

Niezbilansowane pozycje zewnętrzne mogą także stanowić ryzyko dla gospodarki globalnej, niezależnie od tego, czy są one wynikiem zniekształceń, czy też nie. Obecność zniekształceń może stanowić źródło dodatkowego ryzyka dla podmiotów gospodarczych. Jednakże, nawet jeśli pozycje zewnętrzne są jedynie wynikiem optymalizujących zachowań podmiotów prywatnych, ryzyko może wystąpić (co sugerowałoby, że doktryna Lawsona może nie działać we wszystkich sytuacjach). Dwa główne źródła ryzyka odnoszą się do:

---

<sup>50</sup> Np. poziom podatków od prowadzenia przedsiębiorstw może stanowić bodziec do inwestowania zagranicą poprzez zakładanie filii i innych form obecności przedsiębiorstwa, co z kolei może wpływać na kompozycję CA i poziom przepływów finansowych *cross-border*.

- gwałtownych przesunięć w realnym dochodzie, kursach walutowych, cenach aktywów;
- nacisków protekcyjnych.

Pierwsze źródło ryzyka wynika z niebezpieczeństwa gwałtownej korekty nierównowag (*disorderly unwinding*). Ryzyko gwałtownego, nieskoordynowanego rozwiązania nierównowag może przenieść się na gwałtowne ruchy cen aktywów oraz znaczny spadek dochodu. Większość badań empirycznych potwierdza negatywne konsekwencje takiego scenariusza rozwiązania nierównowag, ze spadkiem i spowolnieniem wzrostu realnego PKB. Co istotne, nierównowagi globalne nie są tu postrzegane jako stanowiące ryzyko wyłącznie na poziomie poszczególnych krajów, ale także ryzyko systemowe dla gospodarki globalnej.

W scenariuszu, w którym nierównowagi globalne nie podlegają szybkiemu rozwiązaniu, powstaje niebezpieczeństwo nacisków politycznych na podjęcie środków protekcyjnych.

Podsumowując, należy zauważyć współwystępowanie wielu miar nierównowag globalnych i ich odmiennego znaczenia dla oceny tego zjawiska. Przeciwwstawianiu analizie na podstawie salda CA (w ujęciu absolutnym, stopnia uprzywilejowania czy koncentracji) analizy w oparciu o pozycję inwestycyjną netto towarzyszy przeciwstawianie analizy opartej na pozycji inwestycyjnej netto i brutto.

Dokonując w swoim raporcie podziału nierównowag globalnych na nierównowagi finansowe oraz CA, BIS postuluje przyjęcie za miarę oceny globalnych nierównowag finansowych analizę przepływów kapitałowych brutto. Argumentuje, że przepływy brutto są bardzo duże, dynamicznie wzrastające, niekoniecznie powiązane z przepływami netto, ich akumulacja odzwierciedla powiązania bilansowe podmiotów i tworzy skomplikowane globalne współzależności<sup>51</sup>. Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego unaocniły konieczność posługiwania się analizą przepływów brutto dla oceny skali ryzyka destabilizacji międzynarodowego systemu finansowego<sup>52</sup>.

Przepływy kapitałowe brutto generują ryzyka podobne do tych wynikających z przepływów netto – należy tu wymienić ryzyko *sudden stop* (nagłego

---

<sup>51</sup> BIS, Annual Report, 2011.

<sup>52</sup> Kryzys finansowy wykazał, że europejskie banki (zarówno z krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych) odegrały większą rolę w finansowaniu boomu kredytowego w USA niż nadwyżkowe azjatyckie kraje *emerging markets*. Większość napływów kapitałowych brutto generujących boom na rynku kredytowym w USA pochodziło z sektora prywatnego, a nie (jak się wcześniej obawiano) z sektora oficjalnego akumulującego rezerwy walutowe. Niemcy, mimo że nie doświadczały ani deficytu na rachunku CA, ani boomu na rynku nieruchomości w pierwszej dekadzie XXI w., przyczyniły się do globalnej niestabilności finansowej poprzez odpływy kapitału z niemieckiego systemu bankowego.

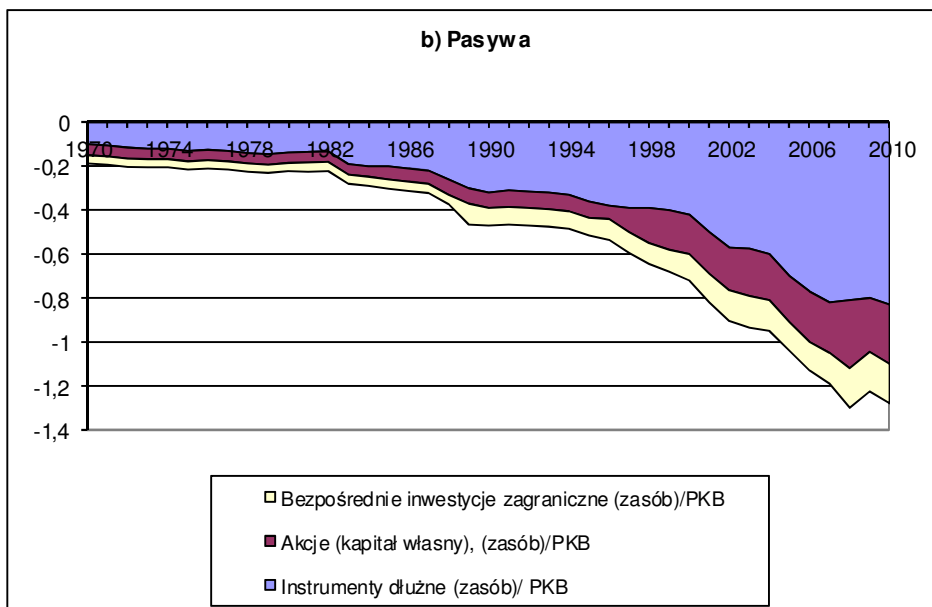
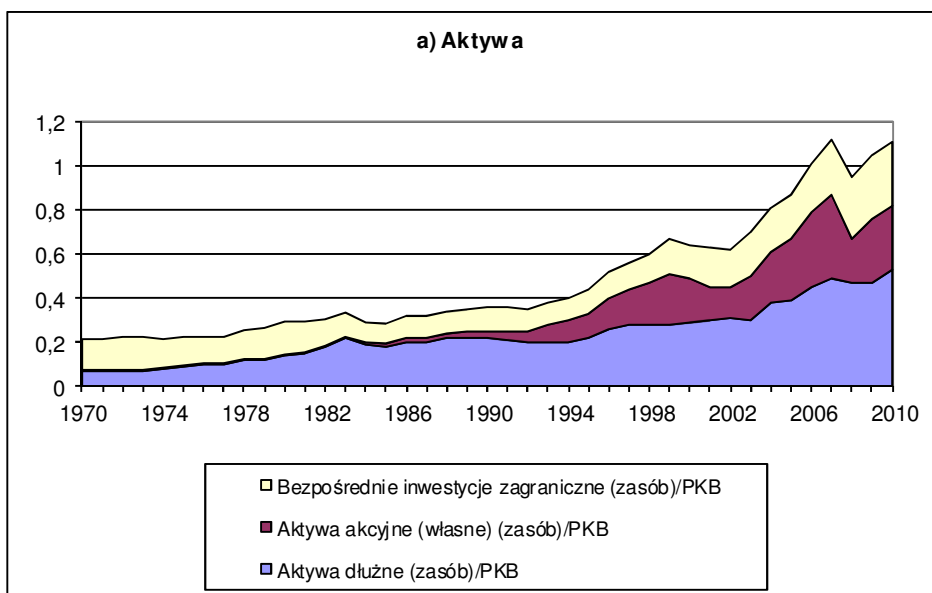
wstrzymania w dopływie kapitału) oraz ryzyko nieefektywnej absorpcji. Ryzyko złej alokacji zasobów może wynikać z struktury przepływów kapitału: nadmierna rola sektora oficjalnego (zgłaszającego popyt na amerykańskie papiery skarbowe) może zmuszać podmioty sektora prywatnego do bardziej ryzykownych zachowań. Jednakże to przepływy kapitałowe brutto (a nie netto) mogą generować ryzyko niestabilności finansowej. Ich zdolność do generowania niestabilności następuje poprzez powiązane ze sobą bilanse instytucji finansowych, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, działających w otoczeniu globalnym. Przepływy kapitałowe brutto odzwierciedlają akumulację złożonego profilu ryzyk, takich jak: niedopasowanie walutowe (*currency mismatches*), terminowe (*maturity mismatches*) i ryzyko kredytowe (*credit risk*), wynikających z faktu, że cechy aktywów akumulowanych poprzez odpływ kapitału niekoniecznie pokrywają się z cechami pasywów powstałymi na skutek napływu kapitału zarówno w odniesieniu do poszczególnych uczestników rynku, jak i w ujęciu zagregowanym. Ponadto, nawet jeśli pozycje bilansowe są doskonale dopasowane, pozostaje ryzyko wypłacalności kontrahenta (*counterparty risk*). Kryzys finansowy wykazał, że nawet niewielkie niedopasowania bilansowe, w powiązaniu z ryzykiem niewypłacalności kontrahenta, mogą stanowić istotny kanał transmisji szoków. Ponadto, zmiany w portfelu, znajdujące odzwierciedlenie w przepływach brutto, mają istotny wpływ na ceny aktywów, nawet w sytuacji nie występowania nierównowagi CA<sup>53</sup>. Oczywiście, ryzyka związane z międzynarodowymi przepływami kapitałowymi brutto (transakcje między rezydentami a nierezydentami) nie mogą być analizowane w odizolowaniu od uwarunkowań krajowych; należy je postrzegać przez szerszy pryzmat bilansów instytucji krajowych (transakcji między rezydentami). Na przykład, międzynarodowe przepływy mogą ułatwiać wzrost kredytu w gospodarce, gdyż stanowią dodatkowe źródło finansowania w stosunku do tych, jakie oferują sami rezydenci. Faktycznie, w okresie boomów kredytowych zewnętrzny komponent wzrasta szybciej w stosunku do krajowego.

Czynnikiem zwiększającym niestabilność finansową jest wzrost udziału przepływów kapitałów dłużnych (i instrumentów opartych na zadłużeniu) w strukturze przepływów kapitałowych brutto. Motywy, prowadzące do wzrostu znaczenia dwukierunkowych przepływów kapitałów dłużnych (*two-way debt flows*), z czego dużą część stanowią przepływy o krótkiej zapadalności w bankach działających w skali globalnej, są jedynie częściowo zrozumiałe<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Empirycznie wykazują to np. C. Borio i in., *Global imbalances and the financial crisis: link or no link?*, BIS Working Papers, no. 346, May 2011; K. Johnson, *Gross or net international financial flows: understanding the financial crisis*, Working Paper, Council in Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies, September 2009.

<sup>54</sup> Wymienia tu się także przesłanki mikroekonomiczne, jak również arbitraż regulacyjny i zmianę systemu podatkowego.



**Wykres 5.** Kompozycja aktywów i pasywów zagranicznych brutto USA (w odniesieniu do PKB)

Źródło: M. Obstfeld, *Does the current account still matter?*, NBER Working Paper Series, no. 178 877, March 2012.

Z pewnością dostępność bezpiecznych instrumentów dłużnych jest niezbędna dla zapewnienia płynności na rynku. Jednakże, mimo pozytywnego wpływu przepływu kapitałów dłużnych na funkcjonowanie rynków płynność może szybko zniknąć, problemy płynnościowe szybko się rozprzestrzenić, zaś wzrost ryzyka wypłacalności kontrahenta może być wysoce destabilizujący dla systemu finansowego, niezależnie od kształtowania się pozycji z tytułu CA<sup>55</sup>. Krótkoterminowe pasywa podlegają ryzyku rolowania (*rollover risk*), zaś problemy płynnościowe mogą łatwo się rozprzestrzeniać, zagrażając wypłacalności wielu instytucji finansowych. W warunkach globalizacji finansowej, wzrost znaczenia przepływów kapitałów dłużnych powoduje efekt zarażania, generując ryzyko systemowe. Z tego powodu, niektóre kraje (np. Indie) prowadzą politykę zniechęcania napływu kapitału dłużnego, zezwalając jednocześnie na napływ kapitału akcyjnego i bezpośrednich inwestycji zagranicznych<sup>56</sup>.

Z kolei, jak podkreśla R. Portes, skala nierównowagi na rachunku CA kraju może rzutować na zakres, w jakim niestabilność finansowa, wynikająca z nierównowagi finansowej, może się przenieść na sektor realny<sup>57</sup>. Zestawienie wykorzystywanych miar nierównowag globalnych przedstawia tabela 2.

**Tabela 2.** Miary współczesnych nierównowag globalnych – podsumowanie

Strumienie ( <i>flows</i> )	Zasoby ( <i>stocks</i> )
Bilanse obrotów bieżących w ujęciu absolutnym	Pozycja inwestycyjna netto i brutto ( <i>net and gross asset position</i> )
Koncentracja bilansów obrotów bieżących między krajami	Zagraniczne aktywa rezerwowe
Uporczywość bilansów na rachunkach obrotów bieżących	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Bracke i in., *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occasional Paper Series, no. 78/January 2008.

<sup>55</sup> Napływy kapitału do amerykańskiego systemu bankowego, które przyczyniły się do wzrostu akcji kredytowej, pochodziły zarówno z krajów deficytowych (Wielka Brytania), jak i krajów nadwyżkowych (Niemcy, Szwajcaria.)

<sup>56</sup> M. Obstfeld, *Does the current...*

<sup>57</sup> R. Portes, *Global imbalances*, Policy Brief, no. 3, January 2009; [www.pegged.cepr.org/files/policy\\_briefs/Policy%20Brief%20No%203\(WP1\)\\_Global%20Imbalances\\_Portes.pdf](http://www.pegged.cepr.org/files/policy_briefs/Policy%20Brief%20No%203(WP1)_Global%20Imbalances_Portes.pdf). Autor odnosi współczesny kryzys finansowy do kryzysu z roku 1998 r. w Rosji, kiedy po okresie zawirowań na globalnych rynkach finansowych nie nastąpiło przeniesienie skutków kryzysu do sektora realnego gospodarki w takim zakresie jak w trakcie obecnego kryzysu. Tłumaczy to właśnie faktem mniejszej nierównowagi na rachunku CA w latach 90. w porównaniu do obecnej.



### 3. Historyczne doświadczenia gospodarki światowej ze stanem nierównowagi płatniczej

#### 3.1. Periodyzacja globalnych nierównowag

Jednym z nurtów badawczych dotyczących zjawiska nierównowag globalnych jest analiza historycznych epizodów nierównowag i próba oceny perspektyw współczesnej nierównowagi na podstawie doświadczeń historycznych. Dokonując analizy stanów nierównowagi globalnej w ujęciu historycznym, T. Bracke i inni wyodrębniają takie okresy, w których nierównowagi zewnętrzne mogą stać się istotną siłą sprawczą zmian w międzynarodowym systemie walutowym. Systematyzując stany nierównowagi globalnej<sup>58</sup>, wyróżniają pięć okresów globalnych nierównowag (obecny okres jest traktowany jako szósty z kolei):

– w systemie waluty złotej dostosowania do stanu równowagi handlowej były bardzo powolne i kosztowne dla krajów deficytowych, co wymusiło poszukiwanie alternatywnego światowego systemu walutowego;

– w okresie międzywojennym narastające nierównowagi doprowadziły do rozpadu międzynarodowego systemu wolnego handlu i funkcjonujących porozumień monetarnych, zwiększając jednocześnie napięcia geopolityczne;

– we wczesnych latach 70. napięcia wynikające z nierównowag płatniczych doprowadziły do gruntownych przeobrażeń w międzynarodowym systemie walutowym, przyczyniając się do załamania systemu walutowego z Bretton Woods;

– w latach 80. pogłębiające się nierównowagi zewnętrzne doprowadziły do intensyfikacji koordynacji międzynarodowej, czego wyrazem były międzynarodowe porozumienia dotyczące polityki kursowej (Plaza i Louvre Agreements)<sup>59</sup>;

– w latach 90. obawy dotyczące niebilansowanej pozycji zewnętrznej przeniosły się na kraje *emerging markets*, które doświadczały kryzysów walutowych i finansowych.

Analiza historycznych doświadczeń gospodarki światowej z tak wyodrębnionymi epizodami nierównowagi płatniczej prowadzi autorów do konkluzji, że charakteryzowała je różnorodność, zarówno jeśli chodzi o kierunki przepływów kapitału, jak i sposób rozwiązania nierównowagi. W szczególności, autorzy zwracają uwagę na następujące aspekty:

1. Przepływy kapitałowe w poszczególnych epizodach nierównowag były dwukierunkowe. W niektórych epizodach nierównowag kapitał płynął z krajów

<sup>58</sup> T. Bracke T. i in., *A framework...*

<sup>59</sup> Porozumienie z Plaza i Louvre. Szerzej na ten temat – rozdział II, pkt 4.2.

rozwiniętych do *emerging markets*. Tak było np. w okresie goldstandardu, kiedy to Wielka Brytania „finansowała” ówczesne kraje *emerging markets* (USA, Kanadę, Indie czy Australię), czy też w latach 90., kiedy kraje *emerging markets* (Azja, Ameryka Łacińska, Rosja) były dłużnikami krajów rozwiniętych. Dla odmiany, w niektórych epizodach przepływy finansowe odbywały się głównie między krajami *emerging markets* (lata 70.) lub między krajami rozwiniętymi (lata 80.).

Nie wszystkie okresy globalnych nierównowag rozwiązywane były w sposób gwałtowny. Skutki korekty nierównowagi dla krajów były także różnorodne. W okresie goldstandardu, kraje będące dłużnikami Wielkiej Brytanii nie miały problemu ze spłaceniem długu. Upadek systemu z Bretton Woods nie doprowadził do eskalacji kryzysu zadłużeniowego i spadku globalnego produktu.

Wśród przypadków, kiedy poszczególne kraje były negatywnie dotknięte rozwiązaniem nierównowagi, widać rozbieżności. W niektórych przypadkach kraje dłużnicze przeszły okres „suszy kapitałowej” i spadku globalnego produktu (np. kraje *emerging markets* w latach 90., w wyniku kryzysu meksykańskiego w 1995 r., kryzysu azjatyckiego w 1997 r., kryzysu rosyjskiego w 1998 r.). W niektórych przypadkach kraje wierzycielskie były poważniej dotknięte skutkami rozwiązania nierównowag niż kraje dłużnicze (np. lata 80., kiedy to epizod *global imbalances* zakończył się bez efektów recesyjnych w USA, podczas gdy główne kraje nadwyżkowe – Japonia i Niemcy – doświadczyły znacznego spowolnienia gospodarczego). Doświadczenia gospodarki światowej w latach 90. wskazują, że nawet, kiedy kapitał przepływa z krajów rozwiniętych do rozwijających się, gwałtowne rozwiązanie nierównowag jest możliwe. O tym, czy epizod *global imbalances* zostanie rozwiązany w sposób łagodny, czy nie, nie decyduje więc kierunek przepływu kapitału.

**Tabela 3.** Historyczne epizody nierównowagi globalnej

Okres	Wierzyciel	Dłużnik	Łagodne rozwiązanie dla wierzyciela	Łagodne rozwiązanie dla dłużnika
Gold Standard (<1914)	Kraje rozwinięte	Kraje <i>emerging markets</i>	Tak	Tak
Bretton Woods	Żadne	Żadne	Tak	Tak
Lata 70.	Kraje <i>emerging markets</i>	Kraje <i>emerging markets</i>	Nie	Nie
Lata 80.	Kraje rozwinięte	Kraje rozwinięte	Niektóre	Tak
Lata 90.	Kraje rozwinięte	Kraje <i>emerging markets</i>	Tak	Nie
Lata 2000.	Kraje <i>emerging markets</i>	Kraje rozwinięte	?	?

Źródło: jak w tab. 2.

*Dalsza część książki dostępna w wersji  
pełnej.*

