http://dx.doi.org/10.18778/7525-931-5

Joanna Bogołębska

Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego

Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych

40 LAT
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
Łukasz 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

Rozdział I. Zjawisko, skala oraz przyczyny globalnej nierównowagi płatniczej

1. Zdefiniowanie pojęcia globalnej nierównowagi płatniczej 17
   1.1. Koncepcja nierównowagi globalnej – alternatywne spojrzenia i problemy metodologiczne 22
   1.2. Koncepcja trwałości nierównowagi globalnej (*sustainability of global imbalances*) 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 (*World current account positions*) 35
      2.2.2. Statystyczne miary zagranicznych pozycji inwestycyjnych 39
      2.2.3. Wskaźniki zniekształceń (*indicators of distortions*) 42
      2.2.4. Wskaźniki ryzyka (*indicators of risks*) 43
3. Historyczne doświadczenia gospodarki światowej ze stanem nierównowagi płatniczej 48
   3.1. Periodyzacja 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 (*persistency of imbalances*) w ujęciu historycznym 78
7. Podsumowanie 84

Rozdział II. Mechanizmy dostosowawcze w nierównowadze globalnej

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 *global saving glut* (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 *sustainability* i mechanizmy korekty współczesnej nierównowagi globalnej 179
6.1. Alternatywne poglądy na *sustainability* 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 strategie akumulacyjne ... 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 *global imbalances* . 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 *crisis management* w latach 2007–2009 i ich znaczenie ... 378
2.3. Rola porozumień swapowych w dystrybuowaniu płynności walutowej jako alternatywa dla przezornościowej akumulacji rezerw ... 379
2.3.1. Warunki zastosowania linii swapowych – spojrzenie od strony dostawcy płynności (*swap-provider*) ... 384
2.3.2. Dostęp do linii swapowej – spojrzenie od strony odbiorcy płynności (*swap-receiver*) ... 386

2.4. Perspektywy dekumulacji 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 *emerging markets* 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

Zakończenie ... 459

Bibliografia ... 463

Spis tabel ... 475

Spis wykresów ... 477

Spis rysunków ... 479

Od Redakcji ... 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 wyodrębniać 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[1].

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 tworzyć – 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.

---

[1] 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 cząstkowe**:

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 dekumulacji 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[2] 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, wplatam 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 *stricte* 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

[2] Zwanymi 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 równolegle podejmowane na trzech płaszczyznach, przeprowadzano 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 obszerne 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 wnikliwe 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)[1], 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)[2].

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*

---

[1] W dalszej części terminy te będą używane zamiennie.

[2] M. Obstfeld, *External adjustment*, „Review of World Economics" 2004, vol. 140.

jako „globalny wynik różnorodnych celów polityk krajowych”[3]. 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.[4]

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 polityka handlową[5]. W 1987 r. w „Economic Outlook” pojawiło się ostrzeżenie OECD, że „zjawisko *global imbalances* stanowi ryzyko dla gospodarki światowej”[6].

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

---

[3] 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.

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

[5] Za: K. Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista” 2006, nr 4.

[6] 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[7] 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.[8]

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**"[9].

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).

---

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

[8] *The risks of international imbalances: Beyond current accounts*, BIS 81st Annual Report, 2011.

[9] T. Bracke i in., *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occassional Paper Series, no. 78/January 2008.

3. Odzwierciedlanie zniekształceń (*distortions*)[10], które mogą być spowodowane przez ramy polityk gospodarczych lub decyzje sektora prywatnego i prowadzą do odchyleń 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 przywracania 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 niezrównoważone (*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

[10] Koncepcja zniekształceń jest tu zapożyczona od J. Bhagwatiego, *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”[11] („*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 *versu*s publiczny – O. Blanchard i inni[12] 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.

---

[11] Jej zdolności do utrzymywania się, utrzymywalności.

[12] 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[13].

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[14]:

---

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

[14] 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*)[15];

– 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[16];

Dodatkowa komplikacja wynika z niezrozumiałej terminologii analiz[17]. 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[18]. M. Obstfeld[19] 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:

---

[15] 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.

[16] 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.

[17] 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.

[18] 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.

[19] 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 kryzysogenny.

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.[20] 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[21].

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,

---

[20] Doktryna została sformułowana na corocznym szczycie MFW 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.

[21] 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[22].

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*)[23]. 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[24]:

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 rzędu 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

[22] M. Shirakawa, *Global imbalances and current account imbalances*, BIS Central Banker's speeches, 18.02.2011.

[23] M. Dąbrowski, *Rethinking balance…*

[24] *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) osłabł 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[25] 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[26]. 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

[25] 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.

[26] 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 (chociaż 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 wynikającej 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 (*equlibrium conditions*), co powoduje, że są w pewien sposób spójne. Są to[27]:

– 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[28];

– 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 fiskalna 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:

---

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

[28] 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 progu 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[29].

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-

[29] B. Petterson, *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review" 2006, no. 3.

żek w USA dla sfinansowania krajowego eksportu[30]. 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 analiz 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[31]. 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[32].

---

[30] J. Kregel, *Understanding imbalances…*

[31] 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.

[32] *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[33].

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 tryliona USD) w stosunku do majątku netto (55 tryl. USD), a nie do PKB kraju (12 trylionów USD)[34].

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.

---

[33] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

[34] 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[35].

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 liczba 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 protekcjonistycznych ze strony krajów deficytowych. Związek pomiędzy deficytami a naciskami protekcjonistycznymi 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.

[35] 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[36].

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[37]. Przepływy kapitałowe brutto odzwierciedlają akumulację złożonego profila 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[38] 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*,

[36] M. Shirakawa, *Global imbalances…*

[37] *The risks of international imbalances…*

[38] Jego przykładem może być zachowanie globalnych inwestorów poszukujących najbardziej rentownych przedsięwzięć (*search-for-yield behaviour*).

dodatkowo 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*[39].

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%[40].

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[41]:

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.

---

[39] 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*.

[40] IMF, World Economic Outlook, September 2002.

[41] 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[42].

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[43], 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-

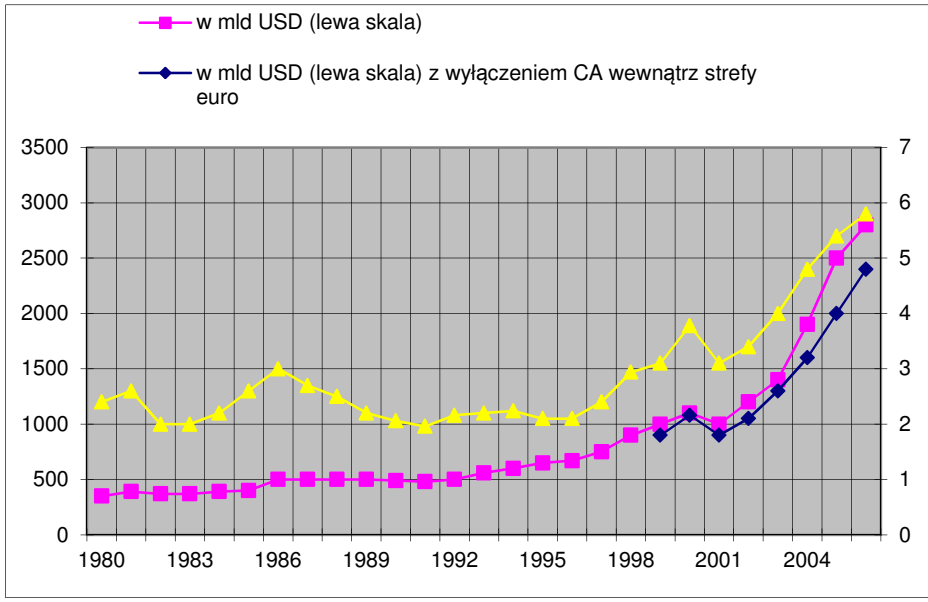
[42] *Ibidem*.

[43] 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[44];

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

Zaleta 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 deficytowi powinna – z definicji – odpowiadać nadwyżka. Ponadto, przyjęcie takiego zagregowanego wskaźnika ukrywa ważne rozbieżności między krajami

[44] *Global Imbalances: A saving and investment perspective*, IMF Word 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[45].

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

gdzie:

$\underline{CA_i}$ – CA (w USD) w ujęciu nominalnym,

$\overline{CA_i}$ – CA w wartościach absolutnych.

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

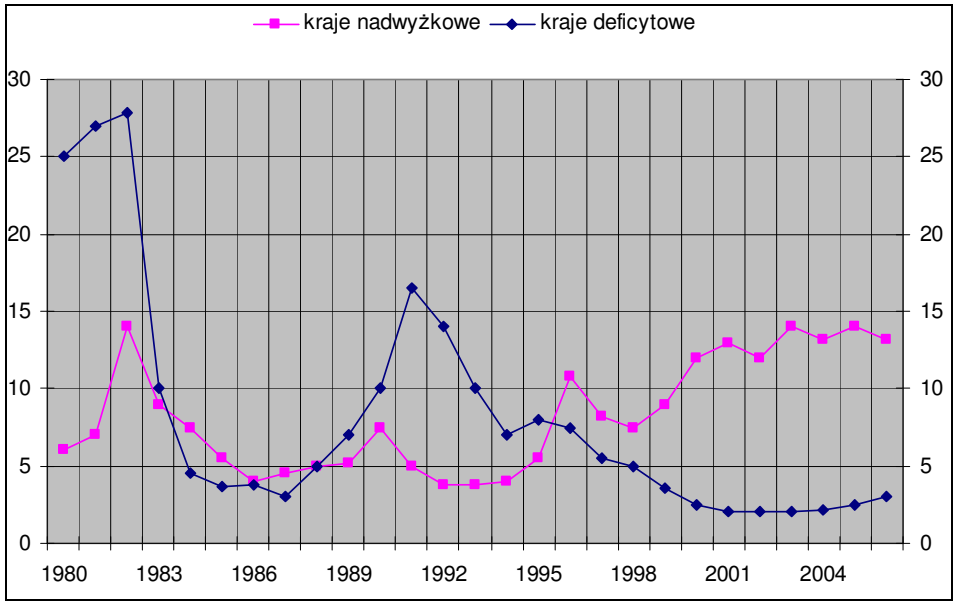
gdzie: oznaczenia jak we wzorze (1).

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 absorbowały 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

[45] 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)[46].

[46] *Ibidem.*

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

gdzie: oznaczenia jak we wzorze (1).

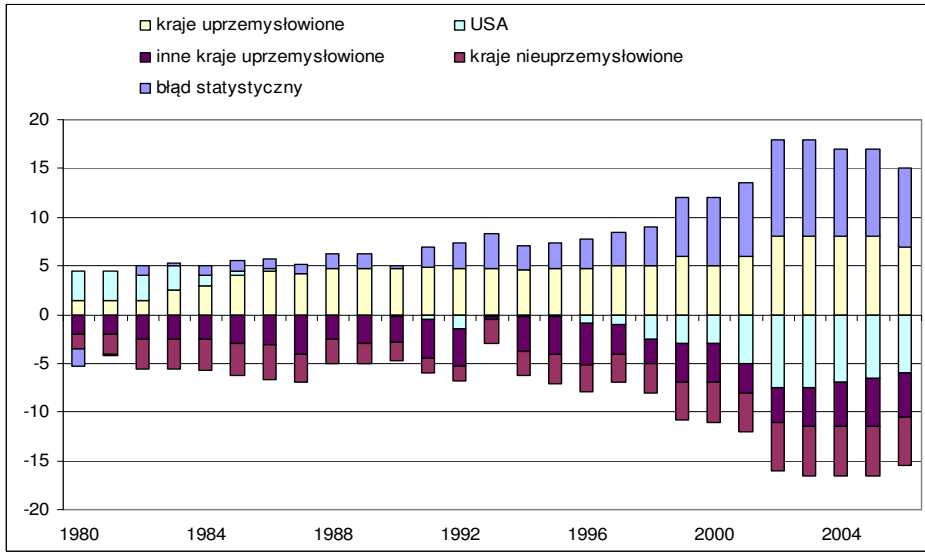
Indeks uporczywości nierównowag mieści się w przedziale od 0 do 1, przy czym 0 wskazuje na maximum uporczywości, 1 na maximum zmienności.

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.

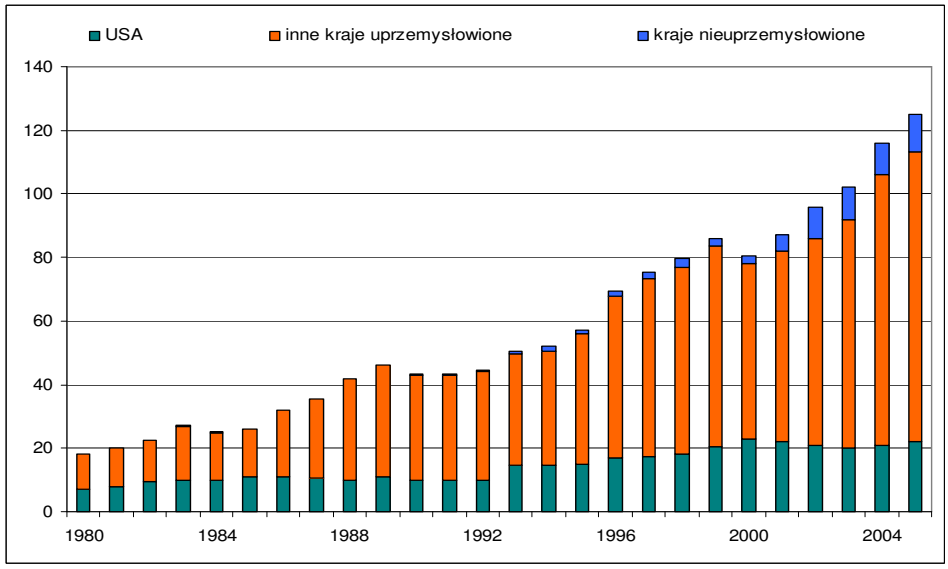
Wiele krajów *emerging markets* (Brazylia, Meksyk) ma saldo rachunku bieżącego bliskie równowagi, podczas gdy ich pozycja inwestycyjna netto jest głęboko ujemna (łącznie ponad 600 mld USD w 2005 r.). Dodatkowo, istotne znaczenie ma dynamika pozycji inwestycyjnej netto – w przypadku USA suma przeszłych 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 ρ(NIIP/PKB, 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 ρ (NIIP/PKB, CA/PKB)w podziale na okresy i grupy krajów

Grupa krajów	1971–1990	1991–2010
Wysoko rozwinięte	0,61	0,26
E*merging markets*	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[47].

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

[47] 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*[48], 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[49] 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.

---

[48] „*Home bias*" oznacza tu preferowanie rynków krajowych w decyzjach inwestycyjnych na poziomie globalnym.

[49] 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[50]. 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:

[50] 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 protekcjonistycznych.

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 protekcjonistycznych.

Podsumowując, należy zauważyć współwystępowanie wielu miar nierównowag globalnych i ich odmiennego znaczenia dla oceny tego zjawiska. Przeciwstawianiu analizie na podstawie salda CA (w ujęciu absolutnym, stopnia uporczywości 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[51]. Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego unaoczniły konieczność posługiwania się analizą przepływów brutto dla oceny skali ryzyka destabilizacji międzynarodowego systemu finansowego[52].

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

[51] BIS, Annual Report, 2011.

[52] 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.

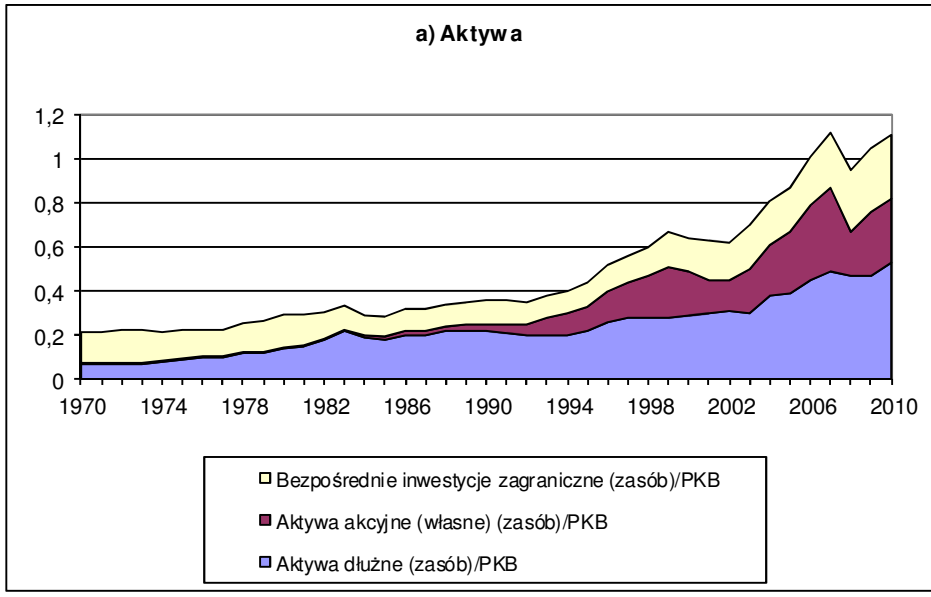
wstrzymania w dopływie kapitału) oraz ryzyko nieefektywnej absorpcji. Ryzyko złej alokacji zasobów może wynikać z struktury przepływów kapitału: nadmierna rola sektora oficjalnego (zgłaszającego popyt na amerykańskie papiery skarbowe) może zmuszać podmioty sektora prywatnego do bardziej ryzykownych zachowań. 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[53]. 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.

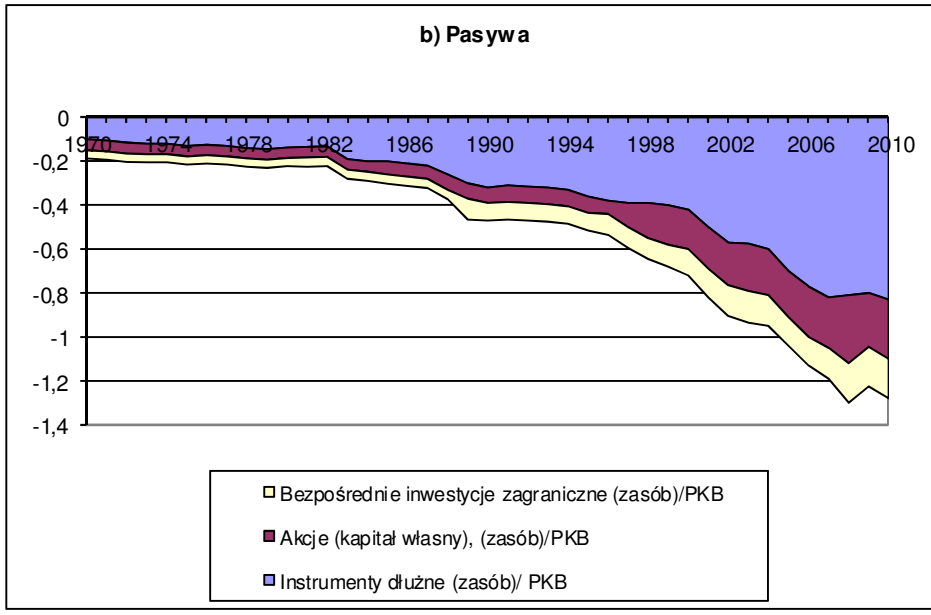
Czynnikiem zwiększającym niestabilność finansową jest wzrost udziału przepływów kapitałów dłużnych (i instrumentów opartych na zadłużeniu) w strukturze przepływów kapitałowych brutto. Motywy, prowadzące do wzrostu znaczenia dwukierunkowych przepływów kapitałów dłużnych (*two-way debt flows*), z czego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

---

[53] 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.

[54] 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[55]. 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[56].

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[57]. Zestawienie wykorzystywanych miar nierównowag globalnych przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Miary współczesnych nierównowag globalnych – podsumowanie

Strumienie (*flows*)	Zasoby (*stocks*)
Bilanse obrotów bieżących w ujęciu absolutnym	Pozycja inwestycyjna netto i brutto (*net and gross asset position*)
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, Occassional Paper Series, no. 78/January 2008.

[55] 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.)

[56] M. Obstfeld, *Does the current…*

[57] 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. 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 siła sprawczą zmian w międzynarodowym systemie walutowym. Systematyzując stany nierównowagi globalnej[58], 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)[59];

– w latach 90. obawy dotyczące niezbilansowanej 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

[58] T. Bracke T. i in., *A framework...*

[59] 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 *emerging markets*	Tak	Tak
Bretton Woods	Żadne	Żadne	Tak	Tak
Lata 70.	Kraje *emerging markets*	Kraje *emerging markets*	Nie	Nie
Lata 80.	Kraje rozwinięte	Kraje rozwinięte	Niektóre	Tak
Lata 90.	Kraje rozwinięte	Kraje *emerging markets*	Tak	Nie
Lata 2000.	Kraje *emerging markets*	Kraje rozwinięte	?	?

Źródło: jak w tab. 2.

Inną klasyfikację epizodów nierównowagi globalnej proponuje M. Bordo, który wyodrębnia cztery historyczne epizody[60]:

– globalizacja finansowa końca lat 90. XIX w ramach systemu goldstandardu (1870–1914);

– międzywojenny okres oparty na próbach restauracji goldstandardu. Prowadził on do niemożliwości odtworzenia sprawnego mechanizmu dostosowawczego klasycznej waluty złotej, gdyż władze monetarne podporządkowywały wymóg równowagi zewnętrznej uwarunkowaniom wewnętrznym. Główne kraje nadwyżkowe (USA i Francja) nie pozwalały na uruchomienie mechanizmu dostosowawczego poprzez wzrost cen, zmuszając Wielką Brytanię – główny kraj deficytowy – do poniesienia ciężaru dostosowawczego w postaci deflacji;

– system z Bretton Woods;

– kryzys USD z okresu 1977–1979.

Zdaniem M. Bordo, epizod nierównowagi globalnej z okresu 1870–1914 jest najbardziej ze wszystkich powyżej wymienionych epizodów zbliżony do współczesnego zjawiska, gdyż charakteryzowało go gwałtowne narastanie zagranicznych aktywów i pasywów oraz utrzymująca się długookresowa nierównowaga na rachunkach obrotów bieżących.

Również w badaniach MFW[61] nad nierównowagami globalnymi podkreślone zostaje podobieństwo między współczesnym epizodem a doświadczeniami gospodarki globalnej z lat 1870–1914. Podobieństwa te wyrażają się w:

1. Dużej skali przepływów kapitałowych netto i stanów deficytów i nadwyżek (CAD i CAS). Przepływy kapitałowe netto, z krajów Europy Zach. do Ameryki i Australii, finansujące rozwój infrastruktury (głównie drogi kolejowe) oraz deficyty budżetowe, prowadziły do narastania nierównowag: nadwyżek sięgających 9% PKB (Wielka Brytania, Francja, Niemcy) i deficytów w krajach będących importerami kapitału, sięgających średnio 5% PKB (Argentyna, Australia, Kanada). Przed 1914 r. udział zagranicznych aktywów w PKB sięgał 20%, podobny udział odnotowywano po stronie pasywów zagranicznych. Cechą charakterystyczną był dominujący udział brytyjskich inwestycji zagranicznych (50% wszystkich aktywów zagranicznych, udział Francji wynosił 22%, Niemiec 17%). Dla porównania, w 1995 r. udział amerykańskich aktywów zagranicznych wynosił 25% ogółu aktywów zagranicznych.

2. Dużej uporczywości nierównowag (*persistence of imbalances*). Uporczywość nierównowag sprzed 1914 r. była nawet większa w porównaniu z współczesnym epizodem[62].

---

[60] M. Bordo, *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Paper Series, no. 11 383/May 2005.

[61] *Globalisation and external imbalances*, IMF Economic Outlook, April 2005.

[62] M. Bordo, *Historical perspective…*

3. Mechanizmie korekty salda CA. Mechanizm dostosowawczy następował sprawnie, poprzez klasyczny mechanizm cenowy systemu waluty złotej, wspomagany przepływami złota. Dostosowania cen relatywnych były wspomagane krótkoterminowymi ruchami kapitałów, gdyż napływ złota do USA obniżał amerykańskie stopy procentowe w stosunku do brytyjskich. Sprawny mechanizm dostosowawczy w postaci transferów kapitałów w okresie do 1914 r. wynikał także z faktu, że złoto było stabilną i wiarygodną globalną kotwicą nominalną[63]. Standard złota służył także jako kotwica wiarygodności fiskalnej, stanowiąc zapewnienie dla inwestorów, że zadłużenie jest spłacalne i obsługiwalne. Fakt, że kraje importujące kapitał były koloniami brytyjskimi, eliminował w pewien sposób ryzyko kraju (np. poprzez gwarancje rządu brytyjskiego dla zadłużenia rządowego w koloniach).

Teza, że mechanizm korekty salda CA w gospodarce globalnej z lat 1870–1914 jest podobny do współczesnego, jest jednak kontrowersyjna i nie znajduje potwierdzenia empirycznego (szerzej w rozdz. II).

Ponadto, jak zauważa M. Bordo, podobieństwo systemu waluty złotej do współczesnego epizodu nierównowag globalnych przejawia się także w tym, że oba systemy mają mechanizmy stabilizujące system – ówczesny standard złota, a obecnie stosowanie krajowych kotwic nominalnych (w postaci strategii bezpośredniego celu inflacyjnego lub progów dla zadłużenia budżetowego).

M. Bordo wykazuje także, że częstotliwość kryzysów jest co prawda większa w ramach współczesnego systemu, jednak w okresie przed 1914 r. straty produkcji wynikające z kryzysów były większe.

Z kolei różnice między oboma epizodami nierównowag przejawiają się w tym, że:

1. Inne są kierunki przepływu kapitału (wniosek eksponowany także przez T. Bracke'a i innych) – w systemie waluty złotej deficytowe były kraje *emerging markets*, nadwyżkowymi zaś rozwinięte gospodarki europejskie; obecnie brak jest tak jednokierunkowego przepływu.

2. Przepływy kapitałowe brutto są obecnie o wiele większe niż w systemie waluty złotej, kiedy to poziom przepływów netto i brutto był do siebie zbliżony. Powoduje to, że obecnie większość krajów uprzemysłowionych jest jednocześnie wierzycielem i dłużnikiem. Wzrost dwukierunkowych przepływów kapitałowych miedzy krajami rozwiniętymi, widoczny od lat 80. XX w., wynika zarówno z dywersyfikacji finansów międzynarodowych, jak i z międzyokresowego wygładzania konsumpcji.

3. Odmienny jest mechanizm dostosowawczy. W systemie waluty złotej był to mechanizm cenowy (*price-specie-flow-mechanism*) – przepływy złota gwarantowały przywrócenie równowagi zewnętrznej poprzez zmiany w podaży pieniądza, *terms of trade* i realnych kursach walutowych. Współcześnie są to

[63] *Ibidem.*

zmiany w kursie walutowym, rezerwach międzynarodowych, ruchach cen relatywnych, krótkoterminowych przepływach kapitałowych oraz efekty wyceny.

4. Kraj, posiadający dominującą pozycję w gospodarce światowej i emitujący walutę międzynarodową, był w systemie funkcjonującym do 1914 r. krajem nadwyżkowym (Wielka Brytania), obecnie jest to kraj deficytowy (USA).

Okres ten charakteryzował się relatywnie dużą mobilnością kapitałów oraz stabilnością kursów walutowych. Ta cecha międzynarodowego systemu finansowego ułatwiała przepływ inwestycji z krajów uprzemysłowionych (głównie Wielkiej Brytanii, ale także Francji) do gospodarek *emerging markets* (głównie USA, Kanada, Australia oraz Indie). Współcześnie trudno mówić o stabilności kursów walutowych.

Szukając historycznych analogii dla współczesnego zjawiska nierównowagi globalnej, J. Kregel zwraca uwagę na konsekwencje relacji gospodarczych między krajami rozwiniętymi a rozwijającymi się, przechodzącymi proces szybkiej industrializacji (*catching-up industrializating countries*). Nierównowagi globalne były raczej regułą aniżeli wyjątkiem w okresie powojennym, a cechą charakterystyczną było wyłanianie się nowych krajów rozwijających się będących na ścieżce industrializacji (Japonia, Korea). J. Kregel wysuwa z tego wniosek, że zamiast koncentrować się na sposobach eliminacji nierównowag globalnych, bardziej racjonalnym podejściem byłoby wspieranie polityk w krajach rozwijających się pozwalających odnieść sukces w procesie industrializacji[64].

Współczesny epizod nierównowagi globalnej różni się od doświadczeń powojennych gospodarki światowej z kilku powodów:

1. W okresie powojennym nierównowagi miały charakter bilateralny (USA–Europa, następnie USA–Japonia, USA–kraje OPEC). Współczesna nierównowaga ma charakter multilateralny, co oznacza, że więcej krajów i regionów jest zaangażowanych w nierównowagi, utrudniając jednocześnie proces koordynacji zważywszy na odmienne wymogi i cele polityk gospodarczych w krajach rozwiniętych i przechodzących industrializację. Wniosek ten może jednak budzić kontrowersje, zważywszy jak często współczesna nierównowaga globalna jest ograniczana do bilateralnych relacji USA–Chiny.

2. Obecnie dominują przepływy kapitałowe nad przepływami wynikającymi z transakcji handlu międzynarodowego. Współczesne zjawisko charakteryzują przepływy kapitału prywatnego (wynikające zarówno z procesu geograficznej dyspersji łańcuchów produkcji, jak i arbitrażu stóp procentowych i spekulacji walutowej oraz inwestycji portfelowych), akumulacja długu oraz liberalizacja i deregulacja systemów finansowych.

3. Zmiana w strukturze produkcji w USA – dyspersja geograficzna poszczególnych etapów procesu produkcyjnego. Zmiana w segmentacji produkcji w przedsiębiorstwach międzynarodowych działających w Azji ma istotny wpływ

[64] J. Kregel, *Understanding imbalances…*

na regionalne przepływy handlowe. Podczas gdy proces industrializacji Japonii polegał na imporcie technologii, w ramach współczesnych nierównowag występuje stosunkowo ograniczony zakres transferu technologii do krajów rozwijających się.

Powtarzalność epizodów nierównowagi globalnej w okresie powojennym (lata 60.: USA–Europa, lata 70. i 80: USA–Japonia) pozwala postawić tezę, że problem nierównowag globalnych nie sprowadza się do polityk wewnętrznych, lecz wynika także z nieefektywności porozumień instytucjonalnych.

O ile wyodrębnianie systemu goldstandardu jako przykładu epizodu nierównowagi globalnej (zarówno w opracowaniu T. Bracke'a i innych, jak i M. Bordo) może budzić pewne kontrowersje (wobec powszechnie przyjętej opinii o sprawności mechanizmu dostosowawczego), o tyle nierównowaga globalna w ramach systemu z Bretton Woods i z lat 70. i 80. stanowi bardziej oczywisty przykład uproczywości nierównowag globalnych.

3.2. Nierównowaga globalna w systemie z Bretton Woods

System z Bretton Woods (BW) odnotowywał nierównowagi płatnicze niemal od początku swojego funkcjonowania. Od lat 50. USA wykazywały deficyty płatnicze. Były one odmienne od współczesnego CAD w USA, gdyż nie odzwierciedlały pogorszenia międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, ale spadek zasobów złota i narastanie krótkoterminowych pasywów zagranicznych. Podczas gdy we wczesnym okresie funkcjonowania systemu BW spadek zasobu rezerw złota był niewielki, sytuacja radykalnie zmieniła się w 1958 r., kiedy kraje Europy Zachodniej wprowadziły wymienialność swoich walut. W wyniku tego niedostatek USD (*dollar shortage*) został zastąpiony nadwyżką USD (*dollar glut*).

We wczesnych latach 60. wprowadzano liczne środki zmierzające do ograniczenia wyprzedaży złota w USA. Polegały one na ograniczaniu prywatnych inwestycji za granicą poprzez kontrolę przepływów kapitałów, należy tu wspomnieć:

– Interest Equalization Act – mający ograniczyć odpływ krótkoterminowych kapitałów poprzez nałożenie podatku na zakup zagranicznych akcji i obligacji. Celem było ograniczenie realokacji portfela prywatnych inwestycji i wyprzedaży USD.

– Operations Twist – która miała zachęcić obcokrajowców do utrzymywania krótkoterminowych aktywów dolarowych poprzez wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, przy utrzymywaniu stóp długoterminowych na stałym poziomie.

Oba instrumenty były próbą finansowania amerykańskiego deficytu płatniczego, bez uciekania się do wyprzedaży zasobów złota. Ponieważ wysiłki rządu

amerykańskiego, zmierzające do ograniczenia skali odpływu kapitału, nie powiodły się, uwaga skoncentrowała się na zniechęcaniu zagranicznych banków centralnych do wymiany aktywów dolarowych na złoto. Tak więc do końca lat 60. USD stał się nie tylko walutą przeszacowaną, ale także niewymienialną na złoto.

Nierównowagi płatnicze w ramach systemu BW były wynikiem stworzenia systemu walutowego, w którym kraj emitujący walutę rezerwową nie był w skuteczny sposób powstrzymywany przed osiąganiem deficytów płatniczych. Nierównowagi płatnicze, które powstawały w okresie funkcjonowania systemu BW, były wynikiem wkomponowanej w system asymetrii, polegającej na uprzywilejowanej pozycji USA[65]. Był to bowiem jedyny kraj, który miał przywilej prowadzenia niezależnej polityki monetarnej oraz, dzięki międzynarodowej roli USD, eksportowania inflacji do innych krajów.

3.3. Nierównowaga globalna w latach 70. i 80.

Globalne nierównowagi z lat 1977–1979 są akcentowane w literaturze dotyczącej historycznych epizodów nierównowag, stanowią bowiem przykład dominującej roli wewnętrznej polityki gospodarczej kraju (USA) w ich generowaniu. Błędy w polityce monetarnej USA, a nie problemy związane z funkcjonowaniem msw, są postrzegane jako główna determinanta narastania nierównowag[66].

W drugiej połowie lat 70., w okresie gwałtownego wzrostu inflacji[67], kiedy kraje rozwinięte (USA, Kanada, Niemcy, Szwajcaria) stosowały ekspansywną politykę pieniężną mającą uchronić gospodarkę przed spadkiem produkcji i wzrostem bezrobocia, rozpoczął się trend deprecjacyjny USD. USA odnotowywały deficyty na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy Niemcy, Szwajcaria, Japonia znaczne nadwyżki. W stosunku do współczesnej nierównowagi globalnej, epizod z lat 70. może nie był aż tak istotny (skala nierównowagi nie przekraczała wówczas 2% PKB), jednak reakcja krajów na doświadczenia z lat 70. i zwiększony zakres wahań kursów walutowych doprowadziła kraje G7 do prób koordynowania polityk kursowych, czego wyrazem były porozumienia z Plaza (1985) i Louvre (1987).

---

[65] M. Ivanova, *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, „International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.

[66] Pogląd taki wyraża m.in. M. Bordo, *Historical perspectives…*

[67] Wśród przyczyn inflacji z lat 70. wymienia się głównie błędną wiarę w wymienność wynikającą z krzywej Philipsa oraz błędy w polityce monetarnej. Inflację wzmagał wzrost podaży pieniądza. Dwa szoki naftowe z 1973 i 1979 r. także przyczyniły się do wzrostu inflacji, choć niektórzy postrzegają to inaczej – wzrost cen ropy jako endogeniczną odpowiedź na wyższą inflację.

Głównym odpowiednikiem narastającego deficytu w USA w latach 80. były nadwyżkowe gospodarki krajów rozwiniętych (Japonia, Niemcy, Holandia). W drugiej połowie lat 80. miała miejsce relatywnie łagodna korekta nierównowagi, której towarzyszyła stopniowa deprecjacja USD oraz niskie stopy procentowe w Japonii. Niektórzy ekonomiści są skłonni przypisywać recesję w Japonii z lat 90. korekcie deficytu w USA, gdyż niskie stopy procentowe przyczyniły się do narastania bąbli spekulacyjnych na rynku japońskich aktywów finansowych, których przebicie dało skutek deflacyjny w latach 90.[68] Jednym z czynników obniżających CA w USA w latach 80. była głęboka, prawie 40% deprecjacja efektywnego kursu USD. Dominuje pogląd, że korekta deficytu CA w USA[69] nie miała negatywnych konsekwencji ani dla USA, ani dla gospodarki globalnej. W USA słabszy USD przyczynił się do gwałtownego wzrostu cen importowych, podnosząc inflację i wymagając zacieśnienia polityki pieniężnej.

W latach 80. i 90. wiele krajów *emerging markets* było dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, który miał istotne konsekwencje dla sektora realnego gospodarki (spadek produkcji nawet do 20% PKB). Istotną cechą tych kryzysów było to, że odpowiadał klasycznemu przypadkowi krajów bogatych – wierzycielskich inwestujących w biednych krajach dłużniczych. Są przykładem, że nawet w sytuacji klasycznego kierunku przepływu kapitału możliwa jest gwałtowna korekta nierównowagi zewnętrznej (*disorderly unwinding*).

4. Determinanty nierównowag globalnych

Wychodząc z założenia, że nierównowagi globalne są wynikiem oddziaływania zarówno czynników krajowych, jak i ponadnarodowych, naturalne wydaje się klasyfikowanie ich determinant na czynniki wewnętrzne (wynikające z kształtowania się krajowej stopy oszczędności i inwestycji) i zewnętrzne. Wśród czynników zewnętrznych należy uwzględnić swobodne przepływy kapitałów, które wpływają na kształtowanie się salda na rachunku CA oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, ale jednocześnie mogą stanowić istotny środek korekcyjny nierównowag globalnych. Innymi długookresowymi czynnikami zewnętrznymi są lokalizacja geograficzna krajów oraz systemowa asymetria w msw. Wewnętrzne determinanty nierównowagi płatniczej są szeroko opisane w literaturze dotyczącej teorii bilansu płatniczego (zarówno przez pryzmat oszczędności i inwestycji, bilansu handlowego, krajowego popytu, jak i zrównoważonego portfela).

[68] T. Bracke i in., *A framework…*

[69] Korekta deficytu handlowego USA była istotna (deficyt handlowy w 1991 r. stanowił 1/5 deficytu handlowego z 1987 r.).

Problematyczne może być jednak znalezienie odpowiedzi na pytanie, na ile zbiór determinant przydatnych do analizy nierównowagi zewnętrznej na poziomie kraju jest istotny dla analizy nierównowag globalnych. Dla przykładu, F. Gang zwraca uwagę, że z punktu widzenia *global imbalances* istotne nie są całkowite oszczędności, tylko oszczędności netto, znajdujące odzwierciedlenie w nadwyżce CA (jeśli taka występuje)[70].

4.1. Czynniki strukturalne i cykliczne

Inną klasyfikację determinant nierównowag globalnych proponują T. Bracke i inni[71], którzy wyodrębniają dwie grupy determinant. Klasyfikacja ta opiera się na wykorzystaniu horyzontu czasu; w tym sensie można ją porównać do klasyfikacji na czynniki długookresowe (strukturalne) i krótkookresowe (cykliczne). Autorzy uzasadniają swoją koncepcję klasyfikacji potrzebą wkomponowania czynnika *unsustainable versus sustainable* do pojęcia nierównowagi, co zostało pominięte w zaproponowanej przez nich definicji *global imbalances.*

Determinantami nierównowag globalnych w tym ujęciu są zatem:

– **czynniki strukturalne** – które zakładają pewien stopień utrzymywalności nierównowag (*sustainability of global imbalances*).

– **czynniki cykliczne** – które zakładają potencjalną nietrwałość (nieutrzymywalność) nierównowag (*unsustainability of global imbalances*)

T. Backe i inni przyznają jednocześnie, że przyporządkowanie odpowiednich czynników do jednej z dwóch kategorii determinant nie jest oczywiste i może rodzić pewne wątpliwości. Szczególnie kontrowersyjne może się wydawać przyjęte przez nich przyporządkowanie różnic w produktywności do kategorii determinant cyklicznych[72].

Główna koncepcja wyodrębnienia czynników strukturalnych opiera się na założeniu, że niedoskonałości w rozwoju finansowym (*financial market imperfections*) krajów *emerging markets* w połączeniu z procesem szybkiej globalizacji finansowej miały istotny wpływ na znaczenie i kierunek przepływów kapitałowych w skali globalnej. Zmiany w strukturze gospodarki światowej stały się determinantą nierównowag globalnych i wyjaśniają jej uporczywość (*persistence*). Wyodrębnienie czynników strukturalnych pozwala na spojrzenie na globalne nierównowagi płatnicze z perspektywy finansowej. Istotną determinan-

[70] F. Gang, *Currency assymetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances…*

[71] T. Bracke i in., *A framework…*

[72] Makroekonomiczna literatura empiryczna dotycząca szoków w produktywności uznaje je za jeden z kluczowych czynników wywołujących fluktuacje w cyklu gospodarczym. Ponadto, gospodarstwa domowe często mylnie interpretują czasowe szoki produktywności jako szoki permanentne, co uruchamia fluktuacje cykliczne w konsumpcji i rachunku bieżącym.

tą jest tu nie tylko kierunek, lecz także kompozycja globalnych przepływów kapitałowych. Wśród czynników strukturalnych, wyjaśniających międzynarodowe przepływy kapitałowe, autorzy wyróżniają:

– gospodarczą i finansową integrację w skali globalnej;
– niepełną finansową globalizację, ze szczególnym uwzględnieniem roli instytucji;
– ulepszenie zarządzania makroekonomicznego wraz z wygładzeniem cyklu gospodarczego w USA.

J. Kregel zwraca uwagę na inną istotną strukturalną determinantę nierównowag globalnych, jaką jest globalny, transnarodowy system inwestycji i produkcji[73].

Czynniki cykliczne, które autorzy nazywają też czynnikami „kierowanymi kształtem polityki makroekonomicznej („*macroeconomic policy-induced*"), kształtują oszczędności i inwestycje w gospodarce i analizowane są w podziale na:

– czynniki, które mają potencjalnie cykliczny wpływ na zagregowany popyt sektora prywatnego (np. zwiększenie prywatnej konsumpcji na skutek wzrostu dochodu permanentnego „ciągnionego" wzrostem produktywności w USA oraz efektu bogactwa wynikającego z szybkiego wzrostu cen aktywów);
– czynniki, które mają potencjalnie cykliczny wpływ na zagregowany popyt sektora publicznego (np. deficyt bliźniaczy w USA).

Czynniki cykliczne są szeroko omówione w literaturze dotyczącej determinant deficytów na rachunku obrotów bieżących w tzw. międzyokresowej teorii bilansu płatniczego[74]. Teorie te podkreślają dynamiczną rolę oszczędności i inwestycji w zmienianiu aktywów zagranicznych netto kraju. Ujęcie nierównowag globalnych przez pryzmat salda oszczędności i inwestycji realizowanych w celu wygładzenia konsumpcji (*consumption smoothing approach*) często jest stosowane w badaniach współczesnych nierównowag globalnych, jednak w niewystarczającym stopniu opisuje dynamikę aktywów zagranicznych netto w świecie łatwo odwracalnych, dwukierunkowych przepływów kapitału portfelowego. Bardziej dokładna analiza czynników strukturalnych i cyklicznych w kształtowaniu współczesnej nierównowagi globalnej zostanie przedstawiona w rozdziale III.

---

[73] J. Kregel, *Understanding imbalances…*

[74] W podejściu międzyokresowym podkreśla się, że saldo obrotów bieżących wynika z różnicy pomiędzy stopą oszczędności i inwestycji krajowych. Te wielkości ekonomiczne uzależnione są od oczekiwań długookresowych (oczekiwanego poziomu dochodów czy stóp zwrotu). W rezultacie rachunek bieżący jest wielkością międzyokresową wynikającą z wyrównywania konsumpcji w długim okresie przez podmioty krajowe. Podejście międzyokresowe odrzuca zatem jednookresową teorię bilansu płatniczego analizującą saldo eksportu i importu w sposób statyczny. Za: E. Najlepszy, K. Sobański, *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa 2010.

4.2. Potencjalne determinanty salda CA i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Gdyby determinanty międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (w szczególności kapitału portfelowego, jako najbardziej mobilnej części przepływów kapitałowych) były identyczne jak determinanty salda CA, wówczas deficyty na rachunku CA byłyby łatwo finansowane napływami netto kapitału (gł. portfelowego). Oznaczałoby to, że nierównowagi zewnętrzne byłby bardziej *sustainable*, chociaż ewentualne nagłe nieprzewidziane dostosowania w przepływach kapitału (np. *sudden stop*) byłyby bardziej kosztowne. Należy zauważyć, że determinanty wszystkich trzech komponentów bilansu płatniczego (rachunku obrotów bieżących, kapitałowego i finansowego) nie zostały jeszcze w pełni usystematyzowane – ani na gruncie teoretycznym, ani empirycznie. Mimo, że dysponujemy obszerną literaturą dotyczącą determinant CA i przepływów kapitałowych, brak jest zwartego modelu teoretycznego, obejmującego cały zestaw związków empirycznych wpływających na bilans oszczędności i inwestycji kraju, stąd na bilans obrotów bieżących i finansowych. W szczególności, determinanty międzynarodowych przepływów portfelowych nie zostały rozpoznane teoretycznie ani empirycznie.

Wychodząc z założenia, że skala i kierunek przepływów kapitałowych jest kluczowym czynnikiem (i jednocześnie efektem) nierównowag globalnych, analiza determinant pozycji netto i brutto staje się szczególnie istotna. Długookresowe czynniki kształtujące międzynarodową pozycję inwestycyjną netto pozwalają wytłumaczyć, dlaczego niektóre kraje są w długim okresie kredytodawcami netto (*persistent net creditors*), a inne kredytobiorcami netto (*persistent net debtors*).

Problem związany z determinantami salda CA polega na tym, że mimo iż literatura dysponuje obszernym ich zestawem, niekoniecznie weryfikują się one empirycznie. W rzeczywistości, jak zauważają M. Ca'Zorzi i inni, istnieją tysiące modeli determinant kształtowania się salda CA[75]. W literaturze dotyczącej międzyokresowego ujęcia bilansu płatniczego, akcentuje się rolę takich potencjalnych średniookresowych determinant salda CA, jak:

1. Wyjściowa pozycja inwestycyjna netto (NFAP), mierzona jako % PKB. Związek między wyjściowym kształtowaniem się NFAP a saldem CA jest niejednoznaczny. Z jednej strony, gospodarki charakteryzujące się wysokim poziomem zadłużenia (ujemnym NFAP) powinny doświadczać poprawy salda CA w celu zachowania długookresowej wypłacalności (co sugerowałoby występowanie negatywnego związku). Rozumowanie to jest zgodne z tzw. hipotezą „grzechu pierworodnego" gospodarek wschodzących („*Original sin*

[75] M. Ca'Zorzi, A. Chudik, A. Dieppe, *Thousands of models, one story. Current account imbalances in the global economy*, ECB Working Paper Series, no. 1441, June 2012.

hypothesis"). Zgodnie z hipotezą, kraje o wyjściowej ujemnej pozycji inwestycyjnej mogą mieć lepszy dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych i być „faworyzowane" przez inwestorów zagranicznych. Wyższe oczekiwane stopy zwrotu w tych krajach lub wyższy spodziewany wzrost eksportu netto może zachęcać do zwiększonego finansowania zagranicznego, co oznacza jednocześnie konieczność spłaty zadłużenia w przyszłości. Z wyjściowej ujemnej pozycji inwestycyjnej można wnioskować wyłonienie się nadwyżek na rachunku CA i odpływu kapitału netto. Z drugiej strony, kraje wysoce zadłużone z reguły odnotowują ujemny dochód z inwestycji, co pogarsza saldo CA.

2. Wzrost realnego PKB. Związek między saldem CA i przepływami kapitału a wzrostem realnego PKB wydaje się być dobrze teoretycznie opisany. F. Modigliani dowiódł, że wzrost dochodu ma istotny pozytywny wpływ na oszczędności prywatne, jako że oszczędności pracowników wzrastają w stosunku do spadku oszczędności populacji w wieku poprodukcyjnym. Taka procykliczna odpowiedź salda CA i antycykliczna odpowiedź przepływów kapitału wpływa moderująco na koszty cyklu gospodarczego[76]. Jednakże, jak wykazał J. Tobin, kiedy gospodarka znajduje się na ścieżce wzrostowej, pracownicy mogą antycypować wzrost przyszłych dochodów, i w rezultacie zwiększać bieżącą konsumpcję. Wzrost konsumpcji będzie prowadził do pogorszenia salda CA. Jeśli ten efekt będzie dominował, wówczas przepływy kapitału mają charakter procykliczny, a salda CA antycykliczny[77].

3. Deficyt budżetowy. Nawet jeśli krótkookresowy wpływ polityki fiskalnej na bilans handlowy jest ograniczony (co potwierdzają badania empiryczne), istotne znaczenie ma fakt, że deficyty budżetowe w długim okresie mogą ograniczać zdolność kraju do realizacji przyszłych zobowiązań. Większość badań potwierdza występowanie w średnim okresie dodatniego związku między bilansem budżetu centralnego a saldem CA (z wyjątkiem modeli opartych na ekwiwalencji rikardiańskiej). W teorii, ograniczona odpowiedź bilansu handlowego na zmiany w polityce fiskalnej wynika głównie ze spadku inwestycji. To obniża jednak potencjalną stopę wzrostu gospodarki, wpływając na jej możliwości spłaty zobowiązań[78].

4. Międzynarodowa konkurencyjność, rozumiana w kategorii konkurencyjności cenowej (jako stosunek wskaźników inflacji między krajami), co jest powszechnie mierzone zmianą realnego kursu walutowego. Szczególny walor informacyjny ma realny efektywny kurs walutowy, który odzwierciedla zmiany

---

[76] F. Modigliani, *The life cycle hypothesis of saving and intercountry difference in the saving ratio*, [w:] W. Eltis, M. Scott, J. Wolfe, *Induction, growth and trade. Essays in honour of Dir Roy Harrod*, Clarendon, Oxford 1970.

[77] J. Tobin, *Life cycle saving and balanced growth*, [w:] *Ten economic studies in the tradition of Irving Fisher*, Wiley, 1967.

[78] G. Corsetti, G. Muller, *Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense*, „Economic Policy", October 2006, no. 48.

kursu wobec kursów wiodących partnerów handlowych. Aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego oznacza utratę konkurencyjności, i w efekcie, pogorszenie salda CA.

5. Wzrost produktywności czynnika pracy. Związek między saldem CA a produktywnością czynnika pracy jest dobrze opisany w standardowych modelach gospodarki otwartej, generalnie uzależniony od tego, z jakim typem wzrostu mamy do czynienia – permanentnym (*permanent productivity growth*) czy czasowym (*temporary productivity growth*). Stały wzrost produktywności, poprzez zwiększenie dochodu permanentnego, zwiększa zarówno oszczędności, jak i inwestycje. Jednakże, ze względu na to, że zyskowne inwestycje podnoszą możliwości międzyokresowej konsumpcji oraz że potrzebny jest upływ czasu, zanim zasoby kapitału się dostosują, wynikający ze wzrostu produktywności wzrost konsumpcji (i spadek oszczędności) pogarsza saldo CA[79]. W przeciwieństwie, czasowy wzrost produktywności może prowadzić do większego wzrostu oszczędności, na skutek redukowania zmienności konsumpcji w czasie przez gospodarstwa domowe, co działa w kierunku poprawy salda CA (może prowadzić do nadwyżki na rachunku CA). Wpływ wzrostu produktywności na przepływy portfelowe netto również może być dwukierunkowy. Permanentny wzrost produktywności może działać jako czynnik uruchamiający (*pull factor*) międzynarodowe przepływy portfelowe, jeśli spodziewany jest wzrost stopy zwrotu z aktywów krajowych. Jednak, jeśli wzrost produktywności jest czasowy, wynikający z niego wzrost oszczędności krajowych może zostać częściowo alokowany na lokalnych rynkach akcji i obligacji, co przełoży się na odpływ netto inwestycji portfelowych.

Ponadto, wśród długookresowych determinant międzynarodowej pozycji netto i brutto akcentuje się[80]:

1. Otwartość handlu (mierzona jako udział eksportu i importu w PKB). Transakcje handlu zagranicznego wpływają na przepływy finansowe *cross-border*, takie jak kredyty handlowe czy ubezpieczenia w eksporcie.

2. Rozwój gospodarczy (mierzony jako realny PKB *per capita*). Większe deficyty CA mają kraje o niskim dochodzie, co wynika z procesu *catching-up*. Wzrost poziomu rozwoju gospodarczego sprzyja wzrostowi skłonności kraju do angażowania się w przepływy kapitałowe *cross-border*. Dodatkowo, wyższemu poziomowi rozwoju gospodarczego z reguły towarzyszy redukowanie ryzyka

[79] R. Glick, K. Rogoff, *Global versus country-specific productivity shocks and the current account*, „Journal of Monetary Economics" 1995, vol. 35.

[80] Za: D. Furceri i in., *Medium-term determinant of international investment positions. the role of structural policies*, OECD Economics Department Working Paper, no. 863, May 2011; P. Lane, M. Milesi-Ferretti, *The drivers of financial globalization*, „American Economic Review" 2008, vol. 98(2).

kraju. Z badań przeprowadzonych przez P. Lane'a i innych[81] na podstawie międzysektorowych estymacji wynika pozytywny związek między aktywami zagranicznymi netto a PKB *per capita*. Różne kanały wyjaśniają tę korelację: jeśli gospodarka przyspiesza w rozwoju, marginalny produkt z kapitału (*marginal product of capital*) spada, stąd krajowe inwestycje spadają, inwestorzy szukają możliwości inwestycyjnych za granicą. Wzrost dochodu także może być związany ze wzrostem krajowych oszczędności. Oba czynniki prowadzą do wzrostu inwestycji za granicą.

3. Rozmiar gospodarki (mierzony z reguły całkowitą populacją). Mniejsze gospodarki z reguły są bardziej otwarte na przepływy handlowe i finansowe. Duży kraj może mieć bardziej zdywersyfikowaną produkcję i mniej być narażonym na ryzyko zewnętrzne niż mały kraj. Jednocześnie, rozmiar gospodarki kraju goszczącego jest czynnikiem zwiększającym napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

4. Czynnik demograficzny. Profil demograficzny kraju może wpływać na stopę oszczędności i inwestycji. Relatywnie młoda siła robocza może wpływać na niską stopę oszczędności i wysoką stopę inwestycji, prowadząc do napływu kapitału netto i deficytu CA. Z kolei starzejąca się siła robocza może wpływać na polepszenie dodatniej pozycji inwestycyjnej, gdyż stopa oszczędności wzrasta, a spada stopa inwestycji krajowych. Gdyby przepływy kapitałowe były ograniczone na skutek *home bias*, restrykcji handlowych lub wysokich kosztów transakcyjnych, kraje wyposażone w kapitał, o kurczącej się sile roboczej doświadczałyby zjawiska „topnienia aktywów" („*asset meltdown*"), gdyż spadek krajowego popytu na aktywa nie byłby wystarczająco rekompensowany popytem zagranicznym. Przeciwnie, w gospodarkach zintegrowanych finansowo różnice w strukturze demograficznej między krajami stanowią bodziec do inwestowania w młodsze gospodarki, charakteryzujące się wyższym popytem na kapitał i wyższą spodziewaną stopą zwrotu z aktywów i w gospodarki o starszej strukturze demograficznej, jeśli oferują wyższą premię.

Jeśli odpływ netto instrumentów dłużnych wynika z niższych zakupów obligacji krajowych przez nierezydentów, wtedy zjawisko *asset meltdown* (gwałtowny spadek cen papierów wartościowych) w odniesieniu do instrumentów o stałym dochodzie może wystąpić, gdyż spadek popytu wewnętrznego na krajowe obligacje nie będzie w wystarczającym stopniu kompensowany popytem zagranicznym. Jednakże, młodzi inwestorzy krajowi mogą preferować inwestycje w bardziej ryzykowne aktywa, podczas gdy starsi inwestorzy preferować bezpieczne aktywa, zatem dokonywać realokacji części inwestycji

[81] P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries*, „Journal of International Economics" 2001, vol. 55; eidem, *Long-term capital movements*, NBER Working Paper, no. 8366/2001.

w kierunku portfela papierów o stałym dochodzie. Gdyby tak było, nie miałoby miejsca ryzyko gwałtownego spadku cen obligacji.

Tendencje demograficzne, zachodzące w ostatnich latach, stymulowały oszczędności gospodarstw domowych. Różnice w strukturze demograficznej populacji (starzejące się społeczeństwo krajów rozwiniętych, młode w krajach azjatyckich) wpływają na międzynarodowe przepływy kapitałowe.

Po pierwsze (przy założeniu stabilnej polityki monetarnej), starzenie się społeczeństwa w krajach uprzemysłowionych prowadzi do wzrostu oszczędności wśród młodszej populacji, w krótkim i średnim okresie. Jeśli wyższe oszczędności ze strony młodej populacji nie są zrównoważone poprzez spadek oszczędności w starszej populacji lub jeśli proporcja starszej części społeczeństwa nie przekracza pewnego poziomu, krajowa stopa oszczędności wzrasta.

Po drugie, w krajach uprzemysłowionych starzejące się społeczeństwo (i związany z nim spadek wzrostu siły roboczej) może powodować spadek stopy zwrotu z kapitału w stosunku do stopy zwrotu z czynnika pracy.

5. Poziom długu publicznego. Z badań P. Lane'a i innych wynika, że wyższy poziom długu publicznego może być czynnikiem pogarszającym pozycję inwestycyjną netto[82].

Wśród czynników finansowych wpływających na międzynarodową pozycję inwestycyjną (i saldo CA) wymienić należy:

6. Rozwój rynków finansowych[83] (mierzony jako kapitalizacja giełdy papierów wartościowych oraz rozmiar prywatnego kredytu w stosunku do PKB) i stopień integracji finansowej (suma zagranicznych aktywów i pasywów jako % PKB). Dobrze rozwinięty system finansowy powinien sprzyjać wzrostowi oszczędności, gdyż oczekiwane są wyższe stopy zwrotu. Rozwój systemu finansowego sprzyja przepływom finansowym typu *cross-border* oraz popytowi na krajowe pasywa. Z drugiej strony, sygnalizuje mniejsze ograniczenia pożyczkowe, zatem może powodować mniejsze oszczędności.

Jednocześnie, jeśli krajowy sektor finansowy nie jest w stanie zaspokoić zwiększonego popytu na finansowanie, większa międzynarodowa integracja finansowa może stanowić substytut dla ograniczonych krajowych rynków finansowych. Z drugiej strony, wyższy poziom integracji finansowej może zwiększać konkurencję na krajowych rynkach i stymulować rozwój krajowych instytucji finansowych. Wpływ tych czynników na inwestycje krajowe także nie jest oczywisty z teoretycznego punktu widzenia.

7. Stopień otwartości rachunku obrotów kapitałowych. Restrykcje na rachunku obrotów kapitałowych redukują przepływy kapitałowe *cross-border*

---

[82] P. Lane, M. Milesi-Ferretti, *Long-term capital movements*, NBER Macroeconomics Annual 16/2002, ed. M. Gertler, K. Rogoff, Cambridge MA. Takie „niericardiańskie" zachowanie oznacza, że wyższy poziom długu publicznego nie jest równoważony wzrostem akumulacji aktywów ze strony sektora prywatnego.

[83] Rozumiany w kategoriach głębokości rynku finansowego (*financial depth of the economy*).

i negatywnie wpływają na zakumulowane zasoby zagranicznych aktywów i pasywów. Generalnie, kontrole przepływów kapitału mające uchronić przez odpływem kapitału wpływają na zmniejszenie deficytów CA i mniejsze odpływy kapitału netto.

Teoria nie daje jednoznacznej odpowiedzi, jaki będzie efekt netto dla międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (i salda bilansu płatniczego) liberalizacji sektora finansowego i otwartości rachunku obrotów kapitałowych. Z jednej strony, bardziej otwarty rachunek kapitałowy i bardziej rozwinięty system finansowy powinny poprawiać dostęp do zagranicznego kapitału dla sfinansowania krajowych inwestycji, a zatem pogarszać saldo CA. (W przypadku kryzysu lub gdy krajowa polityka nie jest wiarygodna i stabilna, większy stopień otwartości rachunku kapitałowego może także sprzyjać zwiększonemu odpływowi kapitału). Z drugiej strony, liberalizacja krajowego systemu finansowego może także oznaczać lepszy dostęp do kredytu i nowych produktów finansowych, co może redukować zarówno krajowe oszczędności jak i saldo CA.

Zatem, efekt netto liberalizacji sektora finansowego i stopnia otwartości rachunku obrotów kapitałowych jest niepewny i wymaga pogłębionych badań empirycznych. Z badań empirycznych przeprowadzonych przez M. Chinna i H. Ito (2005) wynika, że w przypadku krajów *emerging markets* i rozwijających się, wraz z rozwojem finansowym, rośnie stopa oszczędności. D. Furceri i inni wykazują, że wraz z liberalizacją rachunku kapitałowego i rozwojem finansowym wzrastają zarówno aktywa i pasywa zagraniczne, efektem netto jest redukcja aktywów zagranicznych netto[84].

8. Politykę kursu walutowego i preferencje kraju odnośnie do akumulacji rezerw walutowych. Trudno jednak znaleźć egzogeniczną miarę tych polityk, gdyż polityka kursu walutowego i akumulacji rezerw są jednocześnie determinowane bilansem CA. Reżimy stałych kursów walutowych potencjalnie powinny prowadzić do (czasowych) większych nierównowag w odpowiedzi na szoki gospodarcze. Jednakże, kierunek tego efektu jest niejasny, zależny od natury szoku dla bilansu CA.

9. Odchylenia od niepokrytego parytetu stóp procentowych (UIP). Wzrost premii kursowej sygnalizuje wzrost kosztów finansowania zewnętrznego, co może mieć skutki dla salda CA[85].

Istotną długookresową determinantą przepływów kapitałowych, a zatem także międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w ujęciu brutto i netto jest kształt polityki strukturalnej. D. Furceri i inni[86] zwracają uwagę na dwa kanały, którymi

---

[84] D. Furceri i in., *Medium-term determinants of International Investment Positions. The role of structural policies*, OECD Economics Department Working Paper, no. 863, May 2011.

[85] R. De Santis, M. Luhrmann, *On the determinants of net international portfolio flows. A global perspective*, „Journal of International Money and Finance" 2008, no. 28.

[86] D. Furceri i in., *Medium-term determinants…*

polityki strukturalne wpływają na kształt globalizacji finansowej i jej konsekwencje. Pierwszym kanałem jest wpływ polityk strukturalnych zarówno na pozycje netto, jak i brutto, co jest szczególnie istotne wobec wpływu zakresu i kierunków przepływów kapitałowych na nierównowagi globalne. Drugi kanał działa poprzez wpływ polityk strukturalnych na kompozycję przepływów kapitałowych (bezpośrednie inwestycje zagraniczne *versus* przepływy portfelowe dłużne i udziałowe). Kanał ten jest istotny ze względu na to, że różnice w kompozycji aktywów i pasywów zagranicznych wpływają w istotny sposób na sferę realną, na ryzyko wystąpienia *sudden stop* oraz kryzysów bankowych i walutowych. Do czynników strukturalnych D. Furceri i inni zaliczają:

1. Poziom liberalizacji finansowej, który wpływa na rozwój finansowy, a następnie tym kanałem na zagraniczne pozycje zewnętrzne. Miarą liberalizacji finansowej może być skonstruowany indeks opierający się na siedmiu aspektach polityki finansowej kraju, uwzględniający: a) kontrole kredytów i nadmiernie wysokie wymogi rezerwy obowiązkowej, b) kontrole stóp procentowych, c) bariery wejścia, d) własność państwową w sektorze bankowym, e) restrykcję na rachunku kapitałowym, f) regulacje ostrożnościowe i nadzór nad sektorem bankowym, g) politykę dotyczącą rynku papierów wartościowych.

2. Jakość instytucjonalną/regulacyjną kraju. Argumentacja za włączeniem tego czynnika do strukturalnych determinant międzynarodowej pozycji inwestycyjnej opiera się na dwóch przesłankach:

– jedna z interpretacji paradoksu Lukasa dotyczącego kierunku przepływów kapitału *uphill* [87]opiera się na spostrzeżeniu, że słabość instytucji obniża stopę zwrotu z kapitału inwestowanego w krajach rozwijających się[88];

– jakość systemu prawnego i regulacyjnego może wpływać na poziom rozwoju finansowego kraju.

Czynnik ten, poprzez percepcję polityki rządu i efektywności funkcjonowania instytucji, wpływa na redukcję kosztu kapitału i zachęca do inwestowania w gospodarce, dynamizując rozwój sektora prywatnego. Następuje zwiększenie napływu kapitału do kraju, redukcja odpływu kapitału, co zmniejsza dodatnią pozycje inwestycyjną netto.

3. Regulację rynków produkcyjnych i legislację dotyczącą ochrony zatrudnienia. Czynniki te wpływają na klimat bussinesu, funkcjonowanie rynków, i w efekcie, na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, zatem na aktywa i pasywa zagraniczne i ich kompozycję. Regulacja rynków produkcyjnych sprzyja zwiększeniu konkurencji, redukuje odpływ kapitału, gdyż inwestycje krajowe stają się bardziej atrakcyjne. Mniej restrykcyjne regulacje dotyczące ochrony rynku pracy redukują odpływ kapitału, zatem dodatnią pozycję netto.

---

[87] L. Alfaro i in., *Capital flows in a globalized world: the role of policies and institutions*, NBER Working Papers, no. 11 696/2005.

[88] Z krajów rozwijających się do rozwiniętych.

Kolejną istotną determinantą pozycji inwestycyjnej netto kraju może być czynnik geograficzny. Należy tu przytoczyć studia empiryczne M. Schmitza[89], który bada, czy, i w jakim kierunku lokalizacja geograficzna kraju wpływa na jego międzynarodową pozycję inwestycyjną. Bazują one na wprowadzonej przez A. Rose'a i M. Spiegela[90] koncepcji „międzynarodowej odległości finansowej" („*international financial remoteness*"), która zakłada, że koszty pośrednictwa finansowego wzrastają wraz z odległością. Oznacza to, że w przypadku krajów bardziej odległych od centrów finansowych należy spodziewać się większej zmienności produkcji i wzrostu konsumpcji. Wpływ czynnika geograficznego na kształtowanie pozycji netto nie był dotychczas zbadany empirycznie w literaturze, jednak został zweryfikowany w literaturze dotyczącej bilateralnego handlu aktywami. Z badań tych wynika, że czynniki, takie jak wspólny język, więzy kolonialne, przynależność do unii walutowej, są kluczowe, tłumaczące bilateralne utrzymywanie aktywów i przepływy kapitału. Handel aktywami finansowymi jest tu wyjaśniany za pomocą modeli grawitacyjnych, które są bardzo podobne do modeli handlu bilateralnego, sugerując istotną rolę *home bias* (lub raczej *proximity bias*)[91].

Z analiz prowadzonych przez M. Schmitza wynika, że czynnik geograficzny ma znaczenie dla kształtowania pozycji inwestycyjnej netto. Kraje peryferyjne (*financially remote countries*) w większym stopniu wykazują dodatnią pozycję inwestycyjną netto. Wynika to z trudności w dostępie do zewnętrznego źródła finansowania netto w przypadku krajów odległych od głównych krajów wierzycielskich i centrów finansowych. Efekt ten jest jeszcze silniejszy w odniesieniu do krajów *emerging markets* i rozwijających się. Lokalizacja kraju w sąsiedztwie otwartego finansowo kraju, wejście do unii walutowej/monetarnej z krajem wierzycielskim lub integracja poprzez więzy handlowe i finansowe z krajem „centrum" (*core country*) ułatwia dostęp do zagranicznego źródła finansowania. Zakres, w jakim czynnik geograficzny (*financial remoteness*) wpływa na międzynarodowe pozycje inwestycyjne, w przypadku małej otwartej gospodarki cechuje jednak asymetria. Łatwiej krajom odległym finansowo (*financial-remote countries*) przezwyciężyć barierę geograficzną, jeśli chodzi o dokonywanie inwestycji zagranicznych, niż przyciągnięcie inwestycji do kraju. Inaczej ujmując, czynnik *financial remoteness* działa jak asymetryczne obciążenie podatkowe, któremu podlegają zagraniczne pasywa, ale nie zagraniczne aktywa. W konsekwencji, akumulacja aktywów zagranicznych nie jest (lub jest w mniejszym stopniu) zniekształcona poprzez czynnik *financial remoteness*, podczas gdy zagraniczne pasywa są poddane „podatkowi za odległość" (*remote-*

[89] M. Schmitz, *Financial remoteness and the net external position*, ECB Working Paper, no. 1330, April 2011.

[90] A. Rose, M. Spiegel, *International financial remoteness and macroeconomic volatility*, „Journal of Development Economics" 2009, no. 89.

[91] Za: M. Schmitz, *Financial remoteness…*

ness tax). Tak więc przyciągnięcie do kraju finansowania netto M. Schmitz przypisuje dodatniej korelacji między odległością a asymetrią informacji oraz ograniczonym dostępem do międzynarodowych centrów finansowych.

4.3. Rola czynnika systemowego. Asymetria międzynarodowego systemu walutowego jako determinanta nierównowag globalnych

W analizie determinant nierównowag globalnych dużą wagę przypisuje się czynnikowi systemowemu, jakim jest asymetryczne funkcjonowanie krajów w ramach msw – współuczestniczą w nim kraje stanowiące centrum i peryferie. Kraje centrum są definiowane jako „duże gospodarki o silnych międzynarodowych powiązaniach handlowych i głębokich rynkach finansowych, które dostarczają walutę międzynarodową systemowi walutowemu”[92]. G. Schnabl i inni asymetrię msw postrzegają przez pryzmat kryteriów strukturalnych, takich jak rozmiar kraju. Strukturalne asymetrie wynikają z faktu, że transakcje międzynarodowe – na skutek występowania *network externalities* i korzyści skali – są denominowane w kilku walutach międzynarodowych. Asymetrie strukturalne są odzwierciedlone w polityce makroekonomicznej w krajach centrum i peryferyjnych (w szczególności w odniesieniu do kursu walutowego w funkcji reakcji polityki monetarnej), a przez to w zewnętrznych pozycjach płatniczych[93].

Kwestię asymetrii msw, wynikającą z faktu bycia/lub nie emitentem pieniądza międzynarodowego, eksponują także A. Banchs i inni[94]. W swoim modelu autorzy dokonują podziału msw na kilka krajów emitujących pieniądz międzynarodowy (RIEs – *reserve issuing economies*[95]) i większą grupę krajów dokonujących akumulacji aktywów rezerwowych (REEs – *reserve earning economies*).

---

[92] Za: G. Schnabl, S. Freitag, *An asymmetry matrix in global current accounts*, Universitat Leipzig, Working Paper, no. 76/Januar 2009.

[93] G. Schnabl, S. Freitag, *Reverse causality in global current account*, Working Paper Series, no. 1208, June 2010.

[94] A. Banchs, L. Mollejas, *International monetary asymmetries and the central bank*, „Journal of Post Keynesian Economics”, Spring 2010, vol. 32, no. 3.

[95] Autorzy dokonują rozróżnienia kilku poziomów RIEs. RIE pierwszego poziomu (USA) – to kraj którego waluta jest wykorzystywana w transakcjach międzynarodowych (dominująca waluta rezerwowa). Znaczenie akumulacji rezerw walutowych jest zerowe, zatem w sensie monetarnym kraj nie ma ograniczeń bilansu płatniczego. RIE drugiego poziomu (UGiW) – waluta jest wykorzystywana w transakcjach w skali regionalnej, ale poza regionem dominują transakcje w dominującej walucie rezerwowej. Biorąc pod uwagę niski poziom pozaregionalnego handlu, kraje te nie doświadczają ograniczeń polityki monetarnej związanych z akumulacją rezerw walutowych. RIE trzeciego poziomu (Wielka Brytania, Japonia) odnosi się do krajów, których waluty cyrkulują regionalnie, dodatkowo cechuje je wysoki poziom handlu z krajem emitującym dominującą walutę rezerwową.

Wśród krajów RIEs autorzy wymieniają USA, kraje strefy euro, Wielką Brytanię i Japonię.

Asymetria ta wpływa na strukturę bilansu banku centralnego, elastyczność reżimu kursowego i możliwość niezależnego ustalania celu w postaci poziomu stóp procentowych. Zarówno kraje RIEs, jak i kraje REEs muszą uwzględniać w swojej polityce poziom kursu walutowego, zagraniczne przepływy kapitału oraz płatności netto w stosunku do reszty świata, ale tylko kraje REEs muszą uwzględniać akumulację rezerw walutowych, gdyż ich własne waluty nie cyrkulują za granicą, gdyż nie są walutami międzynarodowymi. Międzynarodowa asymetria monetarna powoduje dwa efekty, przy czym drugi efekt wynika z pierwszego:

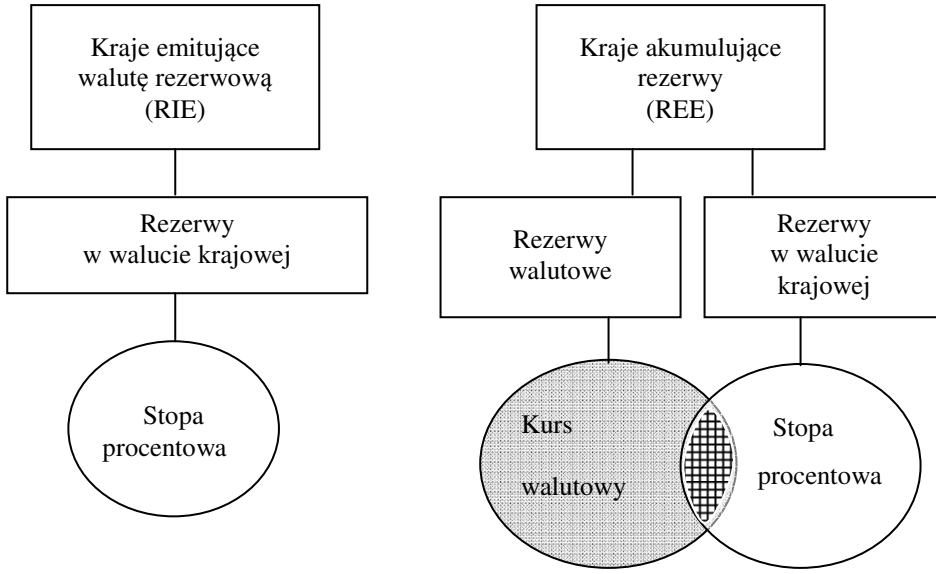
– w krajach REEs istnieje w polityce monetarnej silna współzależność między ilością aktywów rezerwowych a krótkookresową stopą procentową, co wynika z faktu, że banki centralne tych krajów muszą ustalić cel w postaci minimalnego poziomu zasobu rezerw, co wpływa na możliwość określania poziomu stóp procentowych (efekt ilościowy);

– w krajach REEs współistnieją *de facto* dwie formy rezerw monetarnych: pieniądz rezerwowy w walucie krajowej (którego poziom jest elastyczny) oraz rezerwy w walutach zagranicznych (których poziom nie jest elastyczny). Ceną pierwszej formy rezerw jest stopa procentowa, zaś drugiej kurs walutowy. Oznacza to, że w krajach REEs związek między kursem walutowym a krótkoterminową stopą procentową słabnie, wraz ze wzrostem poziomu rezerw walutowych. Dzieje się tak, ponieważ im większy zasób rezerw walutowych, tym większa zdolność banku centralnego do ograniczania wpływu zmian stóp procentowych na poziom kursu walutowego (efekt cenowy).

Na przykład, tak długo jak poziom rezerw walutowych może się zmieniać, redukcja (wzrost) stóp procentowych prowadząca do odpływu (napływu) walut zagranicznych może być kompensowana ekwiwalentną redukcją (wzrostem) zasobu rezerw walutowych, ograniczając wpływ na kurs walutowy. Zjawisko to, razem z niechęcią władz monetarnych do aprecjacji kursu, tłumaczy, dlaczego kraje REEs są skłonne prowadzić politykę akumulacyjną rezerw (zakładając, że koszty sterylizacji są relatywnie małe).

Polityka monetarna krajów RIEs jest bardziej elastyczna od polityki realizowanej w krajach REEs. Te, oprócz ustalania poziomu stóp procentowych w celu wpływania pośrednio na napływy walut zagranicznych i fluktuacje kursów walutowych, muszą bezpośrednio interweniować poprzez akumulację rezerw walutowych (strona aktywów banku centralnego); muszą jednocześnie endogenicznie kompensować interwencje, redukując udział gotówki, prowadząc do wzrostu papierów własnych banku centralnego, rezerw bankowych i depozytów rządowych (strona pasywów). Związek między stopami procentowymi a kursem walutowym w krajach RIEs różni się od tego związku w krajach REEs tym, że kraje RIEs nie muszą uwzględniać poziomu rezerw walutowych, aby ograniczyć wpływ przepływów kapitału na kurs walutowy. Kraje RIEs nie

muszą ustalać minimalnego poziomu rezerw walutowych ani prowadzić polityki akumulacyjnej, co wynika z faktu, że ich waluty cyrkulują za granicą. W wyniku tego kraje RIEs nie mogą bezpośrednio wpływać na kurs walutowy, tylko pośrednio poprzez zmiany stóp procentowych. Powoduje to, że ich kursy walut w stosunku do kursów krajów REEs w dużym stopniu zależą od akumulacji rezerw w krajach REEs (np. kurs walutowy yuan/USD). Tłumaczy to, dlaczego kraje RIEs mogą doświadczać kryzysów kredytowych, ale nie będą doświadczać kryzysów walutowych, niezależnie jak duże byłyby deficyty fiskalne, jak luźna byłaby polityka pieniężna oraz jak duża byłaby skala nadpłynności – zawsze bowiem jest (przynajmniej) jeden poziom kursu walutowego akceptowanego przez zagranicę. W sytuacji nierównowagi płatniczej w stosunku do reszty świata, kraje RIEs mogą zawsze zwiększyć podaż pieniądza krajowego.

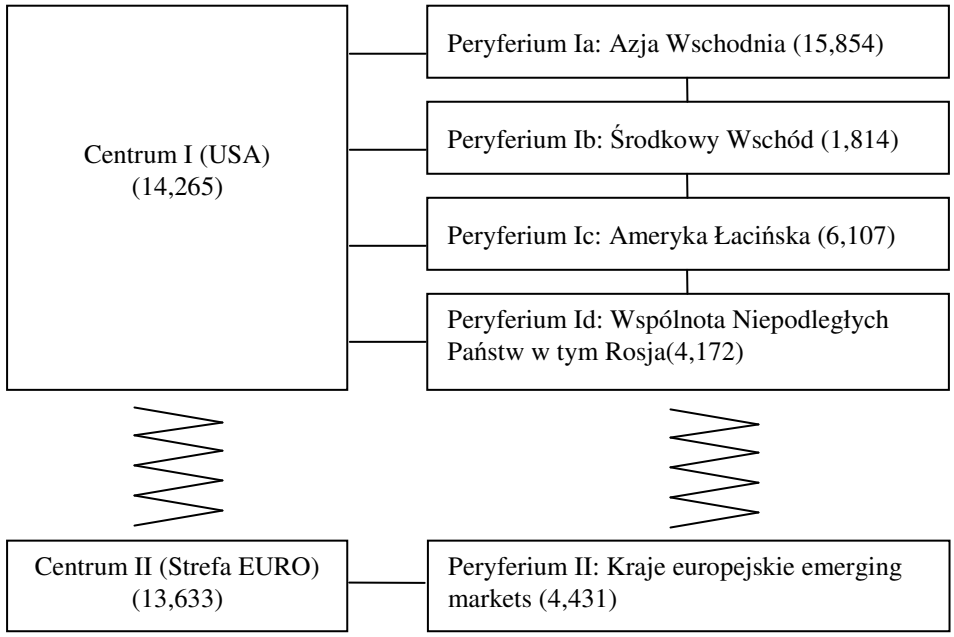


Rysunek 1. Międzynarodowa asymetria monetarna i związek pomiędzy kursem walutowym a krótkoterminową stopą procentową

Uwaga: zacieniony obszar reprezentuje wzajemne oddziaływanie dwóch sfer w ramach rynków pieniężnych krajów REEs. Powstaje na skutek współistnienia dwóch form rezerw monetarnych, chociaż zakres tego oddziaływania zależy od struktury gospodarki krajowej, stąd od intensywności efektu cenowego (m.in. od wskaźnika rozmiaru handlu wobec PKB, występowania *currency mismatches*). Im mniejszy zasób aktywów rezerwowych banku centralnego, tym bardziej elastyczny staje się reżim kursowy, zatem tym mniejszy jest zacieniony obszar. Z drugiej strony, im większy jest obszar zacieniony, tym większy jest stopień kontroli nad kursem walutowym, i słabszy jest związek między stopą procentową a kursem walutowym. Rezerwy walutowe działają zatem jak bufor kompensujący wpływ zmian stóp procentowych na napływ waluty zagranicznej, zatem, na kurs walutowy.

Źródło: A. Banchs, L. Mollejas, *International monetary asymmetries and the central bank*, „Journal of Post Keynesian Economics", Spring 2010, vol. 32, no. 3.

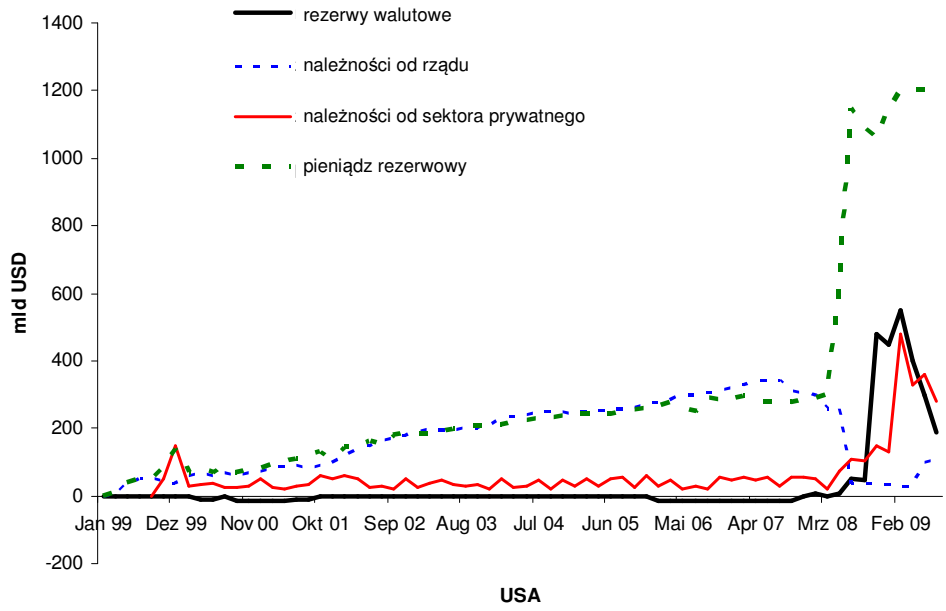
W ujęciu zaprezentowanym przez G. Schnabla i innych współczesny msw jest podzielony na dwa centra (USA, Niemcy/strefa euro) i peryferie (peryferie USD, peryferie euro).



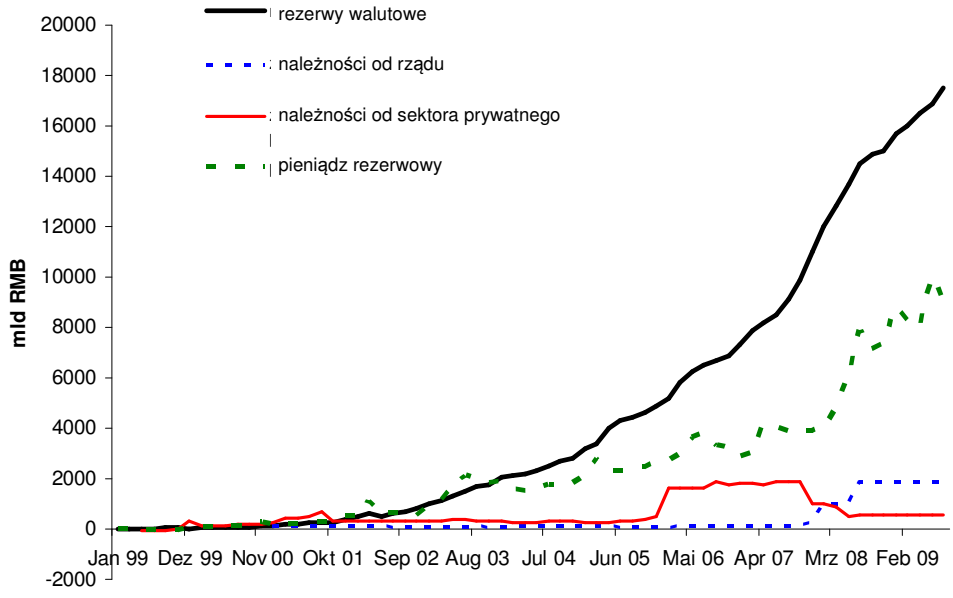
Rysunek 2. Współczesny globalny system walutowy (centra i peryferie)

Uwaga: w nawiasach: zagregowany PKB (z 2008 r.) w mld USD.
Źródło: G. Schnabl, S. Freitag, *Reverse causality in global current account*, Working Paper Series, no 1208, June 2010.

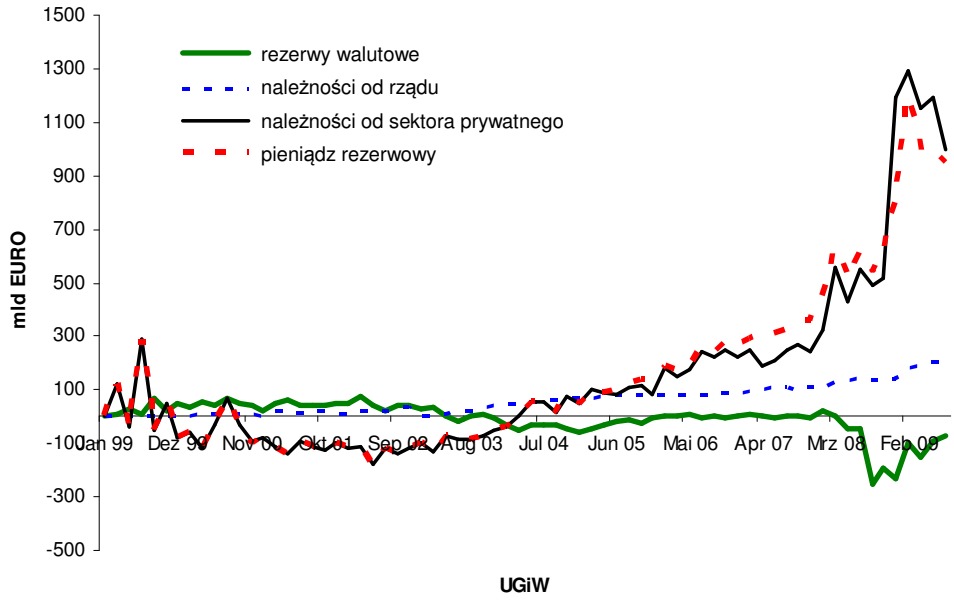
USA i Niemcy (od 1999 r. strefa euro) jako duże, zamknięte gospodarki o głębokich rynkach finansowych koncentrują decyzje z zakresu polityki monetarnej na celach wewnętrznych, takich jak stabilność cen, wzrost i stabilność finansowa. Cele zewnętrzne, takie jak stabilność kursu walutowego i konkurencyjność eksportu, są podporządkowane celom wewnętrznym, kurs walut centrum pozostaje płynny. Interwencje walutowe są sporadyczne i mają charakter dyskrecjonalny. Fakt, że krajowe (skarbowe) papiery wartościowe są postrzegane jako wiarygodny środek tezauryzacji znajduje swoje potwierdzenie w bilansie banku centralnego, gdzie w procesie kreacji pieniądza kluczowe miejsce zajmują aktywa krajowe. W przypadku USA (por. wykres 6, pierwszy wykres), aż do czasu kryzysu na rynku kredytów *subprime*, bezzwrotne transakcje zakupu (*outright purchases*) amerykańskich papierów skarbowych wykazywanych we wzroście należności sektora rządowego (strona aktywów bilansu) znajdują odzwierciedlenie we wzroście pieniądza rezerwowego (strona pasywów

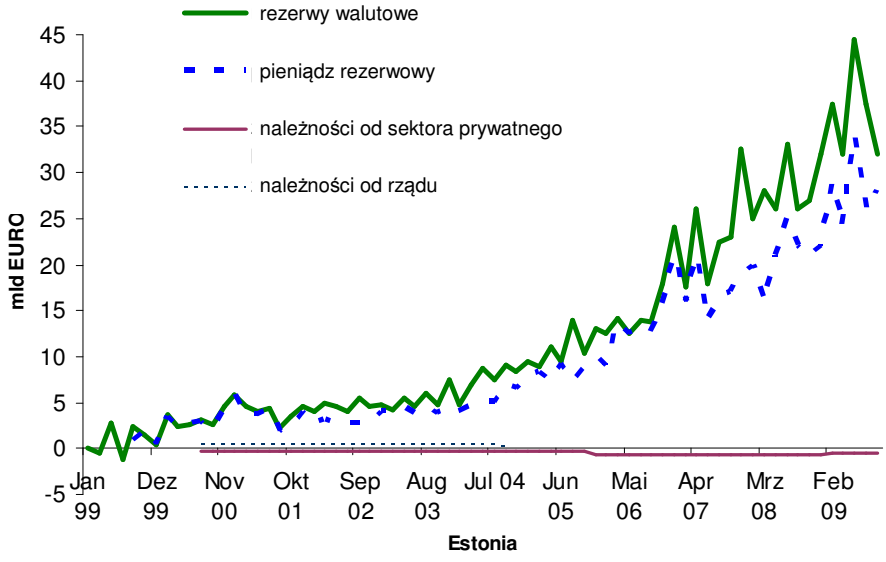

rezerwy walutowe
należności od rządu
należności od sektora prywatnego
pieniądz rezerwowy
mld USD
1400
1200
1000
800
600
400
200
0
-200
Jan 99
Dez 99
Nov 00
Okt 01
Sep 02
Aug 03
Jul 04
Jun 05
Mai 06
Apr 07
Mrz 08
Feb 09

USA


rezerwy walutowe
należności od rządu
należności od sektora prywatnego
pieniądz rezerwowy
mld RMB
20000
18000
16000
14000
12000
10000
8000
6000
4000
2000
0
-2000
Jan 99
Dez 99
Nov 00
Okt 01
Sep 02
Aug 03
Jul 04
Jun 05
Mai 06
Apr 07
Mrz 08
Feb 09

Chiny





Wykres 6. Bilanse banków centralnych w krajach centrum i peryferyjnych

Źródło: G. Schnabl, S. Freitag, *Reverse causality in global current accounts*, ECB, Working Paper Series, no. 1208, June 2010.

bilansu). Aktywa zagraniczne pozostają niezmienione. W przypadku Eurosystemu, kreacja pieniądza rezerwowego opiera się zarówno na należnościach sektora rządowego, jak i prywatnego. Zasoby rezerw walutowych Eurosystemu są wyższe w porównaniu z amerykańskimi, jednak jest to wynik zakumulowanych rezerw w przeszłości w związku z aktywnym stabilizowaniem kursu walutowego, obecnie zmiany są wynikiem głównie efektów wyceny.

Podczas gdy kraje centrum wygładzają krótkoterminowe stopy procentowe w celu zapewnienia stabilności rynku finansowego, kraje peryferyjne stabilizują kurs walutowy. Kursy walutowe są w większym lub mniejszym stopniu usztywnione w celu importowania makro- i mikroekonomicznej stabilności.

Polityka monetarna i kursowa krajów peryferyjnych odzwierciedla w dużej mierze polityki krajów centrum. Znajduje to odzwierciedlenie po stronie aktywów bilansu banków centralnych krajów peryferyjnych, gdzie rezerwy walutowe stanowią główny odpowiednik kreacji pieniądza rezerwowego. Nawet w przypadku krajów peryferyjnych o reżimach płynnych (jak, wskazywana przez autorów Polska)[96], strona aktywów bilansu banku centralnego jest zdominowana przez zagraniczne, a nie krajowe aktywa. W przypadku banku centralnego Chin czy Estonii kreacja pieniądza rezerwowego odzwierciedla akumulację rezerw walutowych, zaś lukę mogą wypełniać operacje sterylizacyjne. W rezultacie, stopy procentowe w krajach peryferyjnych zależą od polityki monetarnej centrum. Jeśli stopy procentowe w centrum spadają, przepływy kapitału są kierowane do krajów peryferyjnych, których waluty ulegają presji aprecjacyjnej. Dla utrzymania stałych kursów walutowych rezerwy walutowe są akumulowane, a pieniądz rezerwowy ulega zwiększeniu.

Zmiany w światowych pozycjach zewnętrznych są wynikiem polityk makroekonomicznych, zarówno w centrach jak i na peryferiach, jednak – ze względu na cechy strukturalne wynikające z wielkości centrum – dysponują one większym zakresem swobody w stanowieniu polityk makroekonomicznych. Z teoretycznego punktu widzenia, tylko kraje centrum dysponują takimi cechami strukturalnymi, które pozwoliłyby na osiągnięcie globalnej równowagi płatniczej.

Wspólną cechą obu zaprezentowanych powyżej analiz jest położenie nacisku na politykę monetarną zarówno jako politykę o asymetrycznie realizowanym stopniu autonomii, jak i stanowiącą mechanizm transmisji nierównowag zewnętrznych. Rola polityki pieniężnej w generowaniu i transmitowaniu nierównowag – zdaniem autorów – wynika z asymetrii msw. Asymetria msw, która pozwala krajom centrum na swobodę prowadzenia polityki makroekonomicznej, powoduje, że impulsy makroekonomiczne z centrum są transmitowane do peryferii poprzez polityki makroekonomiczne, kursy walutowe i ceny. Impulsy

[96] G. Schnabl, S. Freitag, *An asymmetry matrix…*

monetarne z centrum są transmitowane, w różnej formie stabilizacji kursu walutowego, do peryferii[97]. Ekspansywna polityka pieniężna centrum może prowadzić, wobec wzrastających nacisków inflacyjnych i symptomów przegrzania gospodarki, do restrykcyjnej polityki pieniężnej i fiskalnej w formie operacji sterylizacyjnych. Bardziej restrykcyjna, w stosunku do centrum, polityka makroekonomiczna, tłumaczy narastające nadwyżki CA w krajach peryferyjnych, które są transferowane do rynków finansowych krajów centrum. W przypadku krajów eksportujących ropę naftową i surowce wzrastające ceny surowców mogą być postrzegane jako kanał transmisyjny narastających nierównowag.

Jak wspomniano, kraje emitujące walutę międzynarodową finansują nierównowagi zewnętrzne poprzez ekspansję kredytu krajowego. Wpływ asymetrii systemowej na mechanizmy determinowania bilansu płatniczego oznacza zatem, że podczas gdy związek przyczynowy między rachunkiem bieżącym, finansowym i monetarnym bilansu płatniczego jest trójkierunkowy w przypadku krajów REEs, w przypadku krajów RIEs (szczególnie dotyczy to USA) jest jednokierunkowy, gdzie rachunek bieżący determinuje rachunek finansowy, a nie odwrotnie, co wynika z faktu, że waluta krajowa jest międzynarodowym aktywem rezerwowym.

Konsekwencją asymetrii msw (współistnienia RIE – USA oraz REE) jest także asymetria w konsekwencjach dewaluacji waluty krajowej dla gospodarki narodowej. USA mogą jako jedyny kraj odnosić korzyści z deprecjacji własnej waluty (przenoszącej się na aprecjację aktywów zagranicznych, ale bez deprecjacji aktywów krajowych), podczas gdy pozostałe kraje mogą ponieść koszty w postaci przegrzania gospodarki i nadprodukcji.

Tabela 4. Asymetria w zmianie wartości aktywów na skutek dewaluacji waluty krajowej

Aktywa	USA	Pozostałe kraje
Zagraniczne	Aprecjacja	Aprecjacja
Krajowe	Bez zmian	Deprecjacja

Źródło: F. Gang, *Currency assymetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad the Hague, 2006.

[97] Chociaż, jak przyznaje G. Schnabl i inni, transmisja nierównowag z peryferii do centrum jest teoretycznie możliwa.

5. Dystrybucja nierównowagi globalnej w gospodarce światowej

Analiza dystrybucji nierównowagi globalnej pozwala uchwycić problem dysproporcji między krajami nadwyżkowymi i deficytowymi, co z kolei stanowi punkt wyjścia dla zrozumienia problemu zarządzania nierównowagami globalnymi i efektywności mechanizmów dostosowawczych.

Dokładną analizę ewolucji dystrybucji nierównowag płatniczych w gospodarce światowej na przestrzeni ostatnich 35 lat (1970–2004) przeprowadził S. Edwards[98]. Analiza koncentruje się na uwypukleniu asymetrii między krajami nadwyżkowymi a deficytowymi, zaś przyjętą miarą nierównowag jest deficyt/nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Autor podzielił kraje na sześć grup (Afrykę – z wyłączeniem Afryki Północnej, Azję, Wschodnią Europę, kraje uprzemysłowione, Amerykę Łacińską i Karaiby oraz Bliski Wschód i Północną Afrykę). Dane obejmują 160 krajów (4200 obserwacji) w okresie 1970–2004.

Tabela 5 zawiera dane na podstawie średnich bilansów, podczas gdy tabela 6 na podstawie mediany bilansów. Analiza poniższych tabel prowadzi do ciekawych obserwacji:

1. Rachunki obrotów bieżących krajów azjatyckich doświadczyły głębokiej zmiany w analizowanym okresie. Aż do 1998 r. zarówno średnie, jak i mediany odzwierciedlały fakt, że większość krajów w regionie doświadczało deficytów na rachunku obrotów bieżących i było importerami kapitału. Sytuacja zmieniła się radykalnie po kryzysie azjatyckim z 1997–1998 r. W okresie 1990–1995 średnie deficyty w bilansach krajów azjatyckich kształtowały się na poziomie 3,3% PKB, w okresie 1999–2004 była to nadwyżka rzędu 2,4% PKB. Odzwierciedla to istotną korektę na rachunku obrotów bieżących[99], sięgającą 5% PKB.
2. Istotne zmiany w rachunkach obrotów bieżących były też obserwowalne w innych grupach krajów. Kraje Bliskiego Wschodu od 1999 r. odnotowywały nadwyżki, szczególnie zaakcentowało się to w latach 2005–2006 (jako rezultat wyższych cen ropy naftowej).
3. Znaczenie zewnętrznych dostosowań w krajach Ameryki Łacińskiej i Karaibów szczególnie jest wyraźne na podstawie danych liczących mediany bilansów (tabela 6). Deficyt na rachunku obrotów bieżących spadł z 5,3% PKB w 2002 r. do zaledwie 1% PKB w 2004 r.
4. Dane zawarte w tabeli 5 i 6 uwypuklają także różnice w bilansach liczonych jako średnia i mediana w grupie krajów uprzemysłowionych. W ostatnich

[98] S. Edwards, *On current account surpluses and the correction of global imbalances*, NBER Working Paper Series, no. 12 904/2007.

[99] W tym miejscu nie zostają poddane analizie przyczyny i mechanizm korekty. Z punktu widzenia prowadzonych rozważań istotny jest udział krajów deficytowych i nadwyżkowych w gospodarce globalnej.

kilku latach bilanse obrotów bieżących w stosunku do PKB, liczone jako średnia, wykazywały niewielką nadwyżkę (poniżej 1%), zaś liczone jako mediana niewielki deficyt.

Tabela 5. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: średnie (*data on average balances*), 1970–2004

Rok	Afryka	Azja	Europa Wsch.	Kraje uprzemysło-wione	Ameryka Łacińska	Bliski Wschód	Wszystkie kraje
1970	–3,01	–0,26	–	0,05	–7,51	–6,00	–2,81
1971	–6,01	–0,64	–	0,26	–5,53	–2,50	–2,21
1972	–4,44	–2,43	–	1,38	–3,78	3,79	–0,68
1973	–5,10	–1,36	–	1,15	–3,32	1,82	–0,78
1974	2,25	–4,57	–1,50	–2,51	–3,20	6,44	–0,68
1975	–4,45	–5,46	–3,55	–1,33	–2,33	8,38	–2,20
1976	–5,70	0,37	–3,81	–2,00	–1,46	9,42	–1,43
1977	–3,63	0,76	–5,14	–1,70	–4,08	5,39	–1,97
1978	–8,25	–1,79	–1,90	–0,42	–3,74	–0,46	–4,06
1979	–6,02	1,58	–1,60	–1,30	–4,54	8,44	–2,56
1980	–7,05	–7,49	–0,02	–2,03	–6,91	9,13	–4,72
1981	–9,51	–11,63	–1,15	–2,32	–10,00	7,61	–7,15
1982	–10,82	–10,85	–0,96	–2,23	–9,08	1,76	–7,66
1983	–8,22	–8,22	–1,26	–1,14	–6,53	–1,03	–5,82
1984	–5,63	–3,07	–0,15	–0,88	–4,27	–0,87	–3,56
1985	–5,64	–5,04	–1,54	–1,01	–2,84	–0,89	–3,59
1986	–6,00	–3,84	–2,80	–0,75	–5,44	–0,58	–4,16
1987	–4,64	–3,20	–0,17	–0,86	–5,42	–0,05	–3,48
1988	–5,80	–2,85	1,05	–0,71	–4,44	0,03	–3,51
1989	–4,42	–3,94	–0,33	–0,99	–5,22	4,74	–3,09
1990	–4,04	–4,50	–2,96	–1,04	–4,26	4,99	–2,86
1991	–4,40	–2,30	–2,70	–0,71	–6,87	–28,55	–5,87
1992	–5,33	–3,07	–0,01	–0,46	–5,59	–8,93	–4,12
1993	–5,39	–4,32	–2,04	0,42	–6,13	–7,68	–4,30
1994	–4,80	–2,49	–1,37	0,27	–4,80	–3,30	–3,16
1995	–6,66	–3,24	–3,45	0,80	–5,10	–1,42	–3,91
1996	–6,51	–2,95	–6,84	0,69	–5,74	–0,32	–4,42
1997	–4,13	–3,57	–7,31	1,04	–7,83	–0,15	–4,25
1998	–7,36	–0,44	–9,28	0,18	–8,09	–5,48	–5,68
1999	–6,69	1,76	–5,31	0,03	–6,45	2,55	–3,63
2000	–3,58	1,87	–3,02	0,00	–6,00	6,74	–2,02
2001	–5,99	1,52	–3,27	0,37	–7,61	2,53	–3,38
2002	–4,78	2,85	–3,56	0,72	–7,46	1,82	–2,96
2003	–2,48	4,80	–4,40	0,28	–5,42	3,70	–1,75
2004	–2,07	1,97	–4,56	0,12	–2,97	4,00	–1,29
Cały okres	–5,65	–2,74	–3,89	–0,50	–5,71	0,47	–3,73

Źródło: S. Edwards, *On current account surpluses and the correction of global imbalances*, NBER Working Paper Series, no. 12 904/2007.

Tabela 6. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: mediany (*data on median balances*), 1970–2004

Rok	Afryka	Azja	Europa Wsch.	Kraje uprzemysło-wione	Ameryka Łacińska	Bliski Wschód	Wszystkie kraje
1970	–1,90	–0,90	–	0,40	–4,07	–5,90	–1,10
1971	–7,53	–1,00	–	0,27	–4,60	–7,25	–1,04
1972	–0,93	–1,55	–	0,71	–1,45	–1,10	–0,41
1973	–4,40	–0,70	–	0,44	–1,07	–2,18	–0,86
1974	–2,71	–3,00	–1,50	–1,90	–4,00	0,29	–2,92
1975	–6,13	–3,64	–3,55	–1,26	–4,09	3,01	–3,30
1976	–5,17	1,28	–3,81	–1,96	–1,41	2,19	–2,94
1977	–3,39	0,84	–5,14	–1,89	–3,96	1,45	–2,80
1978	–9,91	–2,03	–1,90	–0,63	–3,95	–2,76	–3,23
1979	–4,64	–2,67	–1,60	–0,65	–4,68	9,02	–2,73
1980	–7,21	–3,77	–0,02	–2,29	–5,59	3,96	–4,04
1981	–9,44	–8,54	–1,15	–2,58	–7,80	–1,43	–6,46
1982	–8,68	–7,77	–1,48	–1,84	–7,41	1,53	–5,81
1983	–6,35	–6,56	–0,86	–0,77	–4,70	–2,98	–4,24
1984	–2,61	–2,27	–0,63	–0,17	–3,96	–4,84	–2,43
1985	–3,90	–3,59	–1,51	–0,96	–2,08	–2,68	–2,37
1986	–3,95	–2,19	–1,94	0,21	–2,98	–2,34	–2,58
1987	–4,66	–1,68	–0,76	–0,35	–3,95	–2,07	–2,36
1988	–5,76	–2,57	–0,72	–1,03	–2,36	–2,21	–2,61
1989	–3,52	–3,44	–1,70	–1,47	–4,36	0,47	–2,63
1990	–3,78	–3,93	–3,69	–1,37	–2,78	2,82	–2,63
1991	–3,18	–3,10	–0,70	–0,88	–4,35	–9,38	–2,83
1992	–4,51	–3,66	0,10	–0,80	–3,98	–9,26	–3,01
1993	–4,29	–4,11	–2,29	–0,53	–5,47	–6,75	–3,19
1994	–3,66	–3,49	–1,42	0,35	–3,11	–4,60	–2,28
1995	–4,48	–4,97	–1,89	0,73	–2,96	–1,37	–2,50
1996	–4,21	–3,90	–5,01	0,93	–4,50	0,36	–3,43
1997	–4,65	–2,82	–6,08	0,20	–5,39	–0,15	–3,74
1998	–5,68	–0,73	–7,21	–0,47	–5,36	–2,56	–4,30
1999	–6,52	2,73	–5,29	0,26	–4,33	0,26	–2,97
2000	–4,50	1,71	–4,80	–0,46	–4,50	6,74	–3,18
2001	–4,79	1,84	–4,74	–0,06	–4,34	3,53	–2,95
2002	–2,82	3,15	–5,13	0,52	–5,31	5,44	–1,98
2003	–4,28	2,94	–5,78	–0,10	–3,91	3,53	–1,65
2004	–3,28	1,83	–5,18	–0,60	–1,09	1,75	–2,00
Cały okres	–4,74	–2,36	–3,47	–0,55	–4,33	–0,58	–2,96

Źródło: jak w tab. 5.

Tabela 7. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: proporcje krajów posiadających nadwyżki, 1970–2004

Rok	Afryka	Azja	Europa Wschodnia	Kraje uprzemysło-wione	Ameryka Łacińska	Bliski Wschód	Wszystkie kraje
1970	0,333	0,200	–	0,625	0,000	0,000	0,292
1971	0,000	0,200	–	0,600	0,167	0,250	0,321
1972	0,000	0,333	–	0,727	0,167	0,500	0,433
1973	0,000	0,333	–	0,545	0,333	0,500	0,400
1974	0,273	0,143	0,000	0,333	0,143	0,600	0,279
1975	0,200	0,100	0,000	0,316	0,200	0,667	0,258
1976	0,083	0,545	0,000	0,238	0,412	0,667	0,313
1977	0,242	0,500	0,000	0,304	0,231	0,500	0,305
1978	0,162	0,333	0,000	0,435	0,250	0,222	0,264
1979	0,237	0,400	0,000	0,261	0,233	0,556	0,284
1980	0,244	0,125	0,500	0,217	0,188	0,600	0,242
1981	0,143	0,000	0,500	0,304	0,094	0,400	0,165
1982	0,116	0,056	0,333	0,391	0,031	0,500	0,171
1983	0,093	0,222	0,333	0,348	0,125	0,400	0,194
1984	0,256	0,250	0,500	0,391	0,,212	0,,300	0,278
1985	0,311	0,100	0,000	0,391	0,303	0,300	0,279
1986	0,213	0,250	0,000	0,565	0,219	0,200	0,270
1987	0,229	0,250	0,333	0,304	0,212	0,300	0,250
1988	0,167	0,250	0,333	0,261	0,242	0,200	0,221
1989	0,208	0,250	0,333	0,348	0,242	0,545	0,277
1990	0,208	0,200	0,333	0,348	0,303	0,750	0,303
1991	0,250	0,250	0,429	0,391	0,152	0,182	0,254
1992	0,188	0,286	0,538	0,391	0,273	0,182	0,282
1993	0,208	0,190	0,350	0,478	0,242	0,250	0,274
1994	0,333	0,286	0,391	0,522	0,212	0,417	0,344
1995	0,277	0,200	0,208	0,542	0,125	0,417	0,277
1996	0,283	0,250	0,120	0,542	0,091	0,583	0,275
1997	0,200	0,100	0,120	0,500	0,030	0,500	0,208
1998	0,116	0,450	0,080	0,478	0,030	0,333	0,205
1999	0,163	0,600	0,080	0,542	0,156	0,545	0,290
2000	0,256	0,529	0,200	0,458	0,156	0,667	0,320
2001	0,227	0,647	0,160	0,480	0,063	0,583	0,297
2002	0,256	0,688	0,200	0,583	0,152	0,636	0,351
2003	0,297	0,786	0,160	0,500	0,241	0,818	0,386
2004	0,259	0,583	0,227	0,458	0,304	0,727	0,378
Cały okres	0,215	0,305	0,215	0,422	0,185	0,462	**0,276**

Źródło: jak w tab. 5.

Tabela 7 pokazuje z kolei proporcje krajów deficytowych w stosunku do nadwyżkowych. Wyłania się wyraźna asymetria – zdecydowanie więcej krajów odnotowuje deficyty niż nadwyżki. **Tylko 27,6% wszystkich krajów w analizowanym okresie doświadczało średnio w danym roku nadwyżek na**

rachunkach obrotów bieżących. Ponadto, procentowy udział krajów nadwyżkowych zmieniał się znacznie w badanym okresie. Najwyższy poziom udział krajów nadwyżkowych osiągał w 2003 r. (38,6%) oraz w 2004 r. (37,8%). Wskazuje to, że narastający deficyt na rachunku obrotów bieżących USA był finansowany przez wzrastającą liczbę krajów. W trakcie poprzedniego epizodu dużego deficytu płatniczego w USA (1985–1987) proporcjonalny udział krajów nadwyżkowych był znacznie mniejszy (między 25 a 27,9%). W wielu aspektach nie budzi to zdziwienia, gdyż obecny epizod deficytu płatniczego w USA jest zdecydowanie większy niż w latach 80. Jak wykazuje tabela 7, zasadnicza różnica między oboma epizodami globalnych nierównowag leży po stronie krajów azjatyckich – w okresie 1985–1987 mniej niż 25% krajów azjatyckich doświadczało nadwyżki płatnicze, w okresie 2002–2004 prawie 70%.

Oczywiście, powyższe analizy nie wyjaśniają związku przyczynowo-skutkowego. Nie wynika z nich, czy liczba krajów nadwyżkowych wzrosła w wyniku potrzeby finansowania coraz większego deficytu USA, czy też deficyt płatniczy USA wzrósł, bo wzrosła w ostatnim czasie liczba krajów nadwyżkowych.

Zwrócić należy także uwagę, że mimo iż większa liczba krajów odnotowuje deficyty CA, są to z reguły niewielkie deficyty. W ciągu ostatnich 30 lat kraje uprzemysłowione, które odnotowywały deficyty CA przekraczające 5% PKB były małymi gospodarkami – Australia, Austria, Dania, Finlandia, Grecja, Islandia, Irlandia, Malta, Nowa Zelandia, Norwegia, Portugalia. Dlatego też przypadek USA stanowi fenomen w historycznej analizie globalnej dystrybucji nierównowag.

6. Kategoria uporczywości nierównowagi (*persistency of imbalances*) w ujęciu historycznym

Zasadność analizy kategorii uporczywości nierównowagi globalnej (*persistence of global imbalances*) opiera się na spostrzeżeniu, że jest ona dowodem na załamanie się międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego[100]. Część teoretyków zwraca uwagę, że uporczywe nierównowagi zewnętrzne są wynikiem strategii inwestorów dotyczącej lokowania oszczędności w kierunku najbardziej zyskownych zastosowań[101]. Powstaje pytanie, czy uporczywość nie-

[100] A. Elson, *Governing global finance. The evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave 2011.

[101] Por. D. Backus, F. Lambert, *Current account fact and fiction*, za: *Exchange rates and the adjustment of external imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2007.

równowagi globalnej jest cechą współczesnej gospodarki światowej, czy też poprzednie epizody nierównowagi także wykazywały taką skłonność.

Wśród historycznych epizodów uporczywych deficytów CA, Y. Yonding zwraca uwagę na[102]:

– deficyt CA w Kanadzie, osiągający średnią wartość 2,5% PKB w okresie 1975–1998,

– deficyt CA w Wielkiej Brytanii, osiągający średnią wartość 4,1% PKB w okresie 1984–2003,

– deficyt CA w Australii, osiągający średnią wartość 4,1% PKB w okresie 1974–2003.

Z kolei według statystyk OECD, do najbardziej spektakularnych współczesnych uporczywych deficytów należą te odnotowywane w: Australii (od 1973 r.), Nowej Zelandii (od 1973 r.), Grecji (od 1975 r.), Meksyku (od 1988 r.) i Wielkiej Brytanii (od 1984 r.).

W swoim raporcie MFW[103] identyfikuje 13 historycznych epizodów uporczywych deficytów CA, definiując je jako „utrzymujące się przez więcej niż 5 lat w wysokości 2% PKB". Z obserwacji wynika, że:

– w okresach tych wzrost PKB był niższy, zaś wzrost konsumpcji szybszy niż poza nimi. Charakteryzował je także szybszy wzrost prywatnego kredytu. Jest to spójne z międzyokresowym wygładzaniem (*intertemporal smoothing*) jako koncepcją deficytu CA – uporczywe deficyty CA tu postrzegane jako optymalna odpowiedź na permanentny wzrost produktywności;

– procesy korekty uporczywych deficytów nie charakteryzowały się głębszym spadkiem PKB ani głębszą realną deprecjacją waluty niż pozostałe korekty deficytów.

Z kolei w badaniach nad uporczywością deficytów CA (gdzie definiuje uporczywy deficyt jako „trwający powyżej 5 lat") S. Edwards dochodzi do wniosku, że lista krajów (zarówno uprzemysłowionych, jak i *emerging markets*) jest stosunkowo krótka. Dodatkowo, z badań nad uporczywością deficytów w latach 1970–2001 wynika, że żaden z krajów nie był dużą gospodarką[104].

Interesujące są również badania nad uporczywością nadwyżek płatniczych. MFW zbadał 20 epizodów (8 w odniesieniu do krajów uprzemysłowionych, 12 w odniesieniu do krajów *emerging markets* i eksportujących ropę naftową) uporczywych nadwyżek, definiując je analogicznie do uporczywych deficytów. Z prezentowanych badań wynika, że[105]:

---

[102] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

[103] *Exchange rates and the adjustment of the external imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2007.

[104] S. Edwards, *On current account…*

[105] *Exchange rates…*

– uporczywe nadwyżki w krajach uprzemysłowionych są spójne z interpretacją *intertemporal smoothing* dla nierównowagi CA. W szczególności, przypadkom tym towarzyszył wolniejszy wzrost konsumpcji;

– w przypadku krajów *emerging markets* i eksportujących ropę, cechą charakterystyczną uporczywych nadwyżek był niedoszacowany realny efektywny kurs walutowy. Ponadto, epizody te charakteryzowała szybsza akumulacja rezerw walutowych i wzrost eksportu oraz wolniejszy wzrost konsumpcji.

Również S. Edwards[106] zbadał zjawisko uporczywości nierównowag w odniesieniu do krajów nadwyżkowych (*large and persistent current account surpluses*). Autor starał się znaleźć odpowiedź na pytanie, czy niektóre kraje doświadczały nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących przez długi okres, inaczej ujmując – czy nadwyżki wykazują tendencję do uporczywości (*persistency*), czy raczej skłonność do szybkiej korekty. W tym celu skonstruował dwie miary krajów nadwyżkowych:

– wysokie nadwyżki 1 (*High surplus* 1) – są indeksem, który przyjmuje wartość 1, jeśli w badanym roku nadwyżka w danym kraju jest wśród najwyższych 25% nadwyżek notowanych w regionie, w przeciwnym razie indeks przyjmuje wartość 0.

– wysokie nadwyżki 2 (*High surplus* 2) – indeks przyjmuje wartość 1, jeśli w badanym roku nadwyżka danego kraju jest wśród 10% najwyższych nadwyżek notowanych w regionie, w przeciwnym razie indeks przyjmuje wartość 0.

Autor definiuje uporczywie wysokie nadwyżki (*persistently high surpluses*) jako mające miejsce wówczas, gdy zgodnie z przyjętą interpretacją wysokich nadwyżek (1 i 2) kraj doświadcza ich przez 4 lata z rzędu.

Tabela 8 przedstawia kraje, które doświadczały historycznie uporczywych nadwyżek. Kolumna 1 przedstawia wyniki dla grupy krajów *High surplus* 1, kolumna 2 obejmuje kraje *High surplus* 2. Nadwyżki są mierzone w stosunku do PKB. Z analizy tabeli 8 wynika, że zgodnie z interpretacją krajów nadwyżkowych grupy 1 (High surplus 1) 41 krajów doświadczało uporczywych nadwyżek, podczas gdy do grupy 2 (High surplus 2) – przy której przyjęto bardziej rygorystyczny próg przynależności – zakwalifikowało się 17 krajów. Analiza tabeli 8 prowadzi do ciekawych konkluzji:

– liczba dużych krajów, które odnotowywały uporczywe nadwyżki, jest niewielka. Jedynymi rozwiniętymi krajami są tu Niemcy i Japonia, zaś kraje *emerging markets* i przechodzące przeobrażenia gospodarcze reprezentują Chiny i Rosja;

– wśród krajów trwale nadwyżkowych zwraca uwagę liczna obecność krajów eksporterów ropy naftowej, szczególnie wyraźne jest to w okresie po wzroście cen ropy naftowej;

[106] S. Edwards, *On current account…*

– wiele krajów Azji Wschodniej odnotowało uporczywe nadwyżki po okresie kryzysu 1997–1998;

– tylko nieliczne kraje utrzymywały uporczywe nadwyżki w perspektywie długookresowej. Należy w tym miejscu wymienić Szwajcarię oraz Singapur.

Tabela 8. Kraje o uporczywie wysokich nadwyżkach (*persistently high CAS*) na rachunku CA (1970–2004), mierzonych jako % PKB

High Surplus 1		High Surplus 2	
region i kraj	lata	kraj	lata
1	2	3	4
Kraje uprzemysłowione			
Belgia	1989–2001	Niemcy	1986–1989
Finlandia	1995–2004	Luksemburg	1995–1999
Niemcy	1984–1990	Malta	1975–1981
Japonia	1983–1989	Norwegia	2000–2004
Luksemburg	1995–2004	Szwajcaria	1991–2001
Malta	1972–1982		
Holandia	1972–1977, 1981–1985, 1987–1991,1993–1999		
Norwegia	1980–1985, 1994–1997, 1999–2004		
Szwajcaria	1981–2004		
Wielka Brytania	1980–1983		
Ameryka Łacińska i Karaiby			
Gujana	1986–1989	Surinam	1987–1990, 1992–1995
Panama	1987–1990	Wenezuela	1999–2004
Surinam	1987–1990, 1992–1995		
Trinidad i Tobago	1975–1978, 1992–1996, 1999–2003		
Urugwaj	1988–1991		
Wenezuela	1994–1997, 1999–2004		
Azja			
Chiny	1994–1997	Hong Kong, Chiny	1984–1990
Fidżi	1985–1988	Papua Nowa Gwinea	1993–1996
Hong Kong, Chiny	1970–1978, 1983–1994, 2001–2004	Singapur	1989–1992, 1994–2004
Korea Rep.	1986–1989		
Malezja	1998–2003		
Papua Nowa Gwinea	1992–1996		
Singapur	1988–2004		
Afryka			
Botswana	1985–1989	Botswana	1985–1989, 1991–1999
Czad	1980–1984	Gabon	1979–1984, 1994–1997, 1999–2003
Gabon	1978–1984, 1994–1997, 1999–2003	Gambia	1987–1990
Gambia	1984–1992	Lesoto	1990–1994

Tabela 8. (cd.)

1	2	3	4
Lesoto	1980–1984	Libia	1977–1980
Liberia	1979–1982		
Libia	1977–1980,1994–1997		
Mauretania	1995–2001		
Namibia	1990–2004		
Nigeria	1989–1992, 1999–2004		
RPA	1977–1980, 1985–1993		
SWAZILAND	1986–1991		
Zimbabwe	1986–1989		
Bliski Wschód i Afryka Płn.			
Kuwejt	1975–1990, 1993–2004	Kuwejt	1980–1990, 1993–2004, 1998–2004
Arabia Saudyjska	1971–1974		
Europa Wsch.			
Rosja	1998–2004		
Ukraina	1999–2004		
Inne			
Samoa	1995–1998		

Źródło: jak w tab. 5.

Na podstawie wniosków płynących z tabeli 8 można wysunąć dwie interpretacje zjawiska uporczywych nadwyżek w globalnej dystrybucji nierównowag:

1. Fakt, że duże kraje nie odnotowują zasadniczo (poza Niemcami) uporczywych nadwyżek na rachunku CA, odpowiada spostrzeżeniu, że dla sfinansowania narastającego deficytu CA w USA coraz większa liczba krajów małych i średniej wielkości potrzebuje generować nadwyżki.
2. Brak powszechnego występowania uporczywości nadwyżek sugeruje, że większość krajów generuje nadwyżki CA przez ograniczony okres.

A zatem: duże nadwyżki CA wykazują małą uporczywość (*large surpluses exhibit little persistence through time*). Dalsze badania prowadzą autora do ciekawego wniosku, że stopień uporczywości cechuje asymetria – wyższy jest w przypadku deficytów niż nadwyżek na rachunkach CA.

Badając problem uporczywości nadwyżek CA, S. Edwards zwraca uwagę, że perspektywa badawcza ulega zmianie, jeśli nadwyżki będą mierzone w wartościach absolutnych. Wnioski płynące z tabeli 9 różnią się więc w porównaniu z wnioskami z tabeli 8 (mierzącej nadwyżki CA w stosunku do PKB). Podstawowa różnica sprowadza się do większej reprezentacji dużych krajów w tabeli 9, a więc przy mierzeniu nadwyżek w wartościach absolutnych. W takim ujęciu, wśród krajów wykazujących uporczywe nadwyżki znajdują się Francja i Włochy, zaś Chiny odnotowują jeszcze większą uporczywość nadwyżki (trwającą ponad dekadę).

Tabela 9. Kraje o uporczywie wysokich nadwyżkach (*persistently high CAS*) na rachunku CA (1970–2004), mierzonych w wartościach absolutnych

Region i kraj	Lata
Kraje uprzemysłowione	
Belgia	1991–1997
Francja	1995–2001
Niemcy	1973–1978, 1983–1990
Włochy	1994–1998
Japonia	1981–2004
Holandia	1981–1999
Norwegia	1999–2004
Szwajcaria	1984–2004
Ameryka Łacińska i Karaiby	
Salwador	1979–1984
Trynidad i Tobago	1990–1996, 1999–2003
Wenezuela	1999–2004
Azja	
Chiny	1994–2004
Hong Kong, Chiny	1970–1980, 1982–1994
Papua Nowa Gwinea	1993–1997
Singapur	1988–2004
Afryka	
Botswana	1985–1989
Etiopia	1993–1997
Gabon	1978–1984, 1999–2003
Namibia	1990–2004
Nigeria	1999–2004
RPA	1985–1994
Swaziland	1986–1991
Bliski Wschód i Afryka Płn.	
Kuwejt	1977–1981, 1983–1990, 1993–2004
Arabia Saudyjska	1971–1977, 2000–2004
Europa Wsch.	
Rosja	1992–2004
Ukraina	1999–2004

Źródło: jak w tabeli 5.

Podsumowując, duże nadwyżki wykazują małą uporczywość, niewiele jest przykładów dużych krajów odnotowujących dużą uporczywość nadwyżki (mierzoną w stosunku do PKB). Regionem o najbardziej uporczywych nadwyżkach jest Bliski Wschód, co odzwierciedla rolę krajów eksportujących ropę

naftową w globalnej dystrybucji nierównowag. Duże nadwyżki są nieznacznie bardziej uporczywe niż duże deficyty, ale stopień uporczywości obu nierównowag jest niski.

Czynnikiem istotnie zwiększającym uporczywość jest deregulacja międzynarodowych przepływów kapitału i zwiększony wymiar globalnego wolnego handlu[107].

7. Podsumowanie

Celem rozważań przedstawianych w rozdziale I była prezentacja zjawiska nierównowag globalnych, w tym różnorodności stosowanych definicji, metod pomiaru, determinant, oraz jej historycznego wymiaru.

Z prowadzonej analizy wyłania się wniosek, że nierównowagi globalne wciąż są zjawiskiem nieprecyzyjnie definiowanym zarówno od strony podmiotowej (w odniesieniu do jakich krajów mają znaczenie?), jak i metodologicznej (jaką miarą je badać?).

Odnosząc się do pierwszego problemu (zakresu podmiotowego zjawiska), stoję na stanowisku, że powszechna tendencja traktowania nierównowag w odniesieniu do gospodarki amerykańskiej i chińskiej, jako kluczowego kraju deficytowego i nadwyżkowego, pomimo niewątpliwie zasadniczej roli tych gospodarek w dystrybucji nierównowag, stanowi jednak uproszczenie problemu. Dlatego też, inspirując się proponowaną w literaturze przedmiotu koncepcją wyodrębniania „gospodarek systemowo ważnych" jako pomiotów mających udział w kształtowaniu nierównowag globalnych prowadzę w dalszej części pracy swoją analizę w szerokim zakresie podmiotowym. Akceptując koncepcję „gospodarek systemowo ważnych", rozszerzam analizę o Unię Gospodarczo-Walutową funkcjonującą w ramach UE, Japonię i azjatyckie kraje *emerging markets* oraz kraje eksportujące ropę naftową.

Jednakże, jak wydaje się, że uznając za gospodarki istotne z punktu widzenia nierównowag globalnych jedynie te, które „odzwierciedlają zniekształcenia oraz stanowią zagrożenia lub ryzyka dla gospodarki światowej", pomija się gospodarki, które mogą zostać dotknięte skutkami nierównowag globalnych lub procesami ich korekty. Przyjmuję zatem, że – z punktu widzenia gospodarki globalnej i jej stabilności – istotne są nie tylko kraje generujące nierównowagi (stanowiące „ognisko zapalne" nierównowag), lecz także mogące stanowić potencjalny obszar transmitowania ich skutków. Przykładem takiego obszaru

[107] Za: B. Petterson, *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review" 2006, no. 3.

gospodarczego są kraje Ameryki Łacińskiej, które włączam do swojej analizy. Wynika to z faktu, że nierównowagi bilateralne mogą, w gospodarce zglobalizowanej finansowo, poprzez zmiany kierunków przepływów kapitału, wpłynąć na kształtowanie się kursów walutowych oraz stóp procentowych, przenosić swoje skutki na pozostałe gospodarki („zarażanie nierównowagami"). Coraz częściej pojawiające się w literaturze studia empiryczne rozszerzające regionalny zasięg nierównowag globalnych (np. opracowania dotyczące Afryki) utwierdzają mnie w przekonaniu, że – z podmiotowego punktu widzenia – zjawisko należy traktować obszernie.

Kolejną dyskusyjną kwestią podnoszoną w literaturze jest metoda pomiaru zjawiska nierównowag. Przytaczając główne wątki toczącej się dyskusji nad zasadnością/wyższością posługiwania się miarami pozycji zewnętrznej opartej na przepływach (salda rachunku obrotów bieżących) *versus* opartej na zasobach (pozycja inwestycyjna netto), stoję na stanowisku, że należy je traktować komplementarnie. Ponadto, ze względu na skalę globalizacji finansowej, prowadzącej do wzrostu dwukierunkowych, nawzajem się znoszących, przepływów kapitałowych, pozycja inwestycyjna powinna być analizowana i monitorowana nie tylko w ujęciu netto, lecz także brutto. Analiza przepływów kapitałowych brutto jest szczególnie istotna z punktu widzenia monitorowania stabilności międzynarodowego systemu walutowego, co potwierdziły doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego.

Proponowane w literaturze przedmiotu, a przywołane w niniejszym rozdziale, liczne dodatkowe miary nierównowag (np. indeksy deficytów/nadwyżek, indeksy uporczywości) nie stały się miarami rozpowszechnionymi, co należy przypisać ich mniejszej transparentności. W swoich badaniach analitycznych dotyczących nierównowag globalnych (World Economic Outlook, Annual Report) Międzynarodowy Fundusz Walutowy stosuje zasadniczo analizę pozycji inwestycyjnych (netto, brutto), sald na rachunku obrotów bieżących oraz akumulacji rezerw walutowych. Pokrywa się to zatem z postulowanym w literaturze przedmiotu traktowaniem akumulacji rezerw walutowych jako wskaźnika zniekształceń (*indicator of distortions*), a zatem pośredniej miary nierównowag globalnych.

Problematyczność związana z metodologicznym pomiarem nierównowag globalnych wynika, w moim odczuciu, z mnogości determinant. Niezrównoważone salda na rachunkach obrotów bieżących stanowią nie tylko odzwierciedlenie krajowych nierównowag makroekonomicznych, lecz także zmian oczekiwanego dochodu i stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych. Generowane na poziomie krajowym źródła nierównowag zatem wzajemnie współoddziałują z generowanymi na poziomie globalnym źródłami zniekształceń i ryzyk. Wyrazem mnogości czynników kształtujących pozycję zewnętrzną kraju jest, często podkreślany przeze mnie w pracy, oderwany związek kształtowania się

sald na rachunku CA i pozycji inwestycyjnej netto. Budując własny logiczny model determinant nierównowag globalnych, obok czynników krajowych i globalnych (wewnętrznych i zewnętrznych), wyodrębniam jeszcze trzeci czynnik, mianowicie systemowy. Za czynnik systemowy uznaję zasady funkcjonowania krajów w ramach międzynarodowego systemu walutowego. Asymetryczny charakter funkcjonowania krajów w ramach msw (kraje centrum *versus* peryferyjne; *reserve issuing versus reserve earning countries*) powoduje, że determinanty kształtowania sald na rachunkach obrotów bieżących oddziałują na kraje asymetrycznie. Asymetria msw, która pozwala krajom centrum na swobodę prowadzenia polityki makroekonomicznej, powoduje, że impulsy makroekonomiczne z centrum są transmitowane do peryferii poprzez polityki makroekonomiczne, kursy walutowe i ceny. Impulsy monetarne z centrum są transmitowane, w różnej formie stabilizacji kursu walutowego, do peryferii. Ekspansywna polityka pieniężna centrum może prowadzić, wobec wzrastających nacisków inflacyjnych i symptomów przegrzania gospodarki, do restrykcyjnej polityki fiskalnej i, przybierającej formę operacji sterylizacyjnych, polityki pieniężnej peryferii. Bardziej restrykcyjna, w stosunku do centrum, polityka makroekonomiczna tłumaczy narastające nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących w krajach peryferyjnych, które są transferowane do rynków finansowych krajów centrum. W przypadku krajów eksportujących ropę naftową, wzrastające ceny surowca mogą być postrzegane jako kanał transmisyjny narastających nierównowag. Obecność zewnętrznych determinant nierównowag globalnych, wraz z czynnikiem systemowym, powoduje tworzenie się pasów transmisyjnych nierównowag, przy czym należy zauważyć, że transmisja z peryferii do centrum także jest możliwa. Z prezentowanych rozważań wypływa zatem wniosek o wzajemnym przenikaniu się czynników generujących nierównowagi i łatwości ich transmitowania. Odpowiedź na pytanie, jaki jest kierunek oddziaływania tych determinant, a więc co nadaje dynamizm i kształtuje ich związek przyczynowo-skutkowy, stanowi przedmiot rozważań podejmowanych w kolejnych rozdziałach.

Kolejnym istotnym obszarem badawczym poruszanym w rozdziale jest poszukiwanie historycznych odniesień dla współczesnego zjawiska. Analiza historycznych epizodów nierównowag globalnych prowadzi do konkluzji, że stanowią one powtarzalne, naturalne zjawisko występujące w ramach msw. Historyczne epizody nierównowag globalnych charakteryzowała różnorodność zarówno jeśli chodzi o kierunki przepływów kapitału, jak i sposób rozwiązania nierównowagi. Spośród wielu, wyodrębnianych w literaturze przedmiotu, epizodów nierównowag globalnych wyszczególniam dwa, uznając je za szczególnie istotne z punktu widzenia poznania natury współczesnego epizodu. Nierównowaga globalna w systemie z Bretton Woods stanowi przykład nierównowagi generowanej w ramach systemu zbiorowych kursów stałych; doświad-

czenia końca lat 70. i 80. stanowią przykład nierównowag formujących się w ramach systemu kursów płynnych. Pozwala to mi sformułować konkluzję, że przejście do reżimów płynnych nie stanowiło buforu chroniącego gospodarkę światową przed stanami nierównowag płatniczych. Płynne kursy walutowe nie stały się – jak oczekiwano – efektywnym mechanizmem dostosowawczym. Stanowi to istotny argument w dyskusji, czy upłynnienie kursu walut azjatyckich krajów *emerging markets* może być wystarczającym instrumentem przywracania równowagi globalnej.

Doświadczenia nierównowagi globalnej z lat 1970–1980 są także o tyle istotne, że stanowią przykład dominującej roli polityki gospodarczej kraju będącego centrum (USA) w ich generowaniu. Ukazują także ciekawy związek między mechanizmem korekty nierównowagi a kierunkami przepływu kapitału – nawet bowiem w sytuacji klasycznego kierunku przepływu kapitału (*downhill*) możliwa jest gwałtowna korekta.

ROZDZIAŁ II

Mechanizmy dostosowawcze w nierównowadze globalnej

1. Funkcjonowanie międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego na tle ewolucji msw

1.1. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie waluty złotej i w okresie międzywojennym

Z założenia w klasycznym systemie goldstandardu osiąganie równowagi zewnętrznej miało się dokonywać poprzez mechanizm cenowy (*price specie flow mechanism*), wspomagany przepływami kapitału. Przepływy złota gwarantowały że równowaga była przywracana poprzez zmiany w podaży pieniądza, *terms of trade* oraz realnych kursach walutowych.

Rola krajowej polityki monetarnej w przywracaniu równowagi miała być ograniczona. Z założenia proces dostosowawczy miał się uruchamiać symetrycznie, zarówno w krajach dłużniczych, jak i wierzycielskich, na skutek działania arbitrażu cenowego: poprzez wzrost cen w krajach wierzycielskich i deflację w dłużniczych. Proces ten miał być wspierany zmianami stóp procentowych w odpowiedzi na przepływy złota. Działanie sprawnego mechanizmu dostosowawczego, polegającego na zmianie wydatków krajowych w celu utrzymania parytetu waluty w stosunku do złota, powodowało, że nierównowagi z założenia nie mogły być długotrwałe (*persistent*). Wiarygodność parytetów walut krajowych w stosunku do złota miała być czynnikiem determinującym sprawność i stabilność mechanizmu dostosowawczego opartego na przepływie złota[1].

Jednakże, w praktyce, USA i Francja dokonywały sterylizacji przepływów złota i blokowały procesy dostosowawcze. W systemie istniała bowiem silna asymetria między krajem centrum (Wielka Brytania) i peryferiami. Asymetria wyrażała się w zdolności kraju centrum do determinowania poziomu stopy procentowej, podczas gdy zmiany stóp procentowych w krajach peryferyjnych były mniej efektywne. Ponadto, w przypadku krajów peryferyjnych dostosowania były głównie wolumenowe, a nie cenowe. Zatem, odpływy kapitału wynikające z kryzysu w centrum prowadziły do istotnego spadku aktywności gospodar-

[1] M. Obstfeld, *External adjustment*, „Review of World Economics" 2004, vol. 140(4).

czej na peryferiach. Stagnacja była jedynym instrumentem, który pozwalał uniknąć deficytów na rachunku CA. Ponadto, większość krajów peryferyjnych była regularnie zmuszana do zawieszania płatności w złocie. W dużym stopniu były one narażone na większe zaburzenia walutowe niż kraje centrum, których kursy walutowe charakteryzowały się stabilnością[2]. Głównym mechanizmem dostosowawczym były zmiany dochodu, podczas gdy przewidywane główne „lekarstwo" dostosowawcze, w postaci wzrostu stóp procentowych w sytuacji odpływu złota, odgrywało rolę pomocniczą w zapewnianiu długookresowego dostosowania[3].

Czynnikiem niewątpliwie stabilizującym ten mechanizm dostosowawczy w goldstandardzie była natura inwestycji zagranicznych. Większość przepływów długookresowych dokonywała się do krajów bogatych w surowce naturalne i ziemię z jednej strony, ubogich w czynnik pracy i kapitału z drugiej. Stopa zwrotu z kapitału i pracy była zatem wyższa niż w przypadku krajów rozwiniętych, co stanowiło dobre perspektywy dla długookresowego wzrostu. Dodatkowo, intensywne migracje siły roboczej (np. migracja transatlantycka) stabilizowały rynek pracy i tym samym cykl koniunkturalny[4]. Czynnikiem stabilizującym była też równowaga fiskalna, redukująca ryzyko niewypłacalności, oraz przynależność (w większości przypadków) do Imperium Brytyjskiego, redukująca ryzyko kraju. Jednak wiele krajów Ameryki Łacińskie j i Europy wykazywało skłonność do niestabilności monetarnej i fiskalnej, a występujące kryzysy walutowe i niewypłacalności osłabiały przepływy kapitałowe.

W okresie międzywojennym nie udało się odtworzyć reguł systemu goldstandardu, gdyż, w przeciwieństwie do okresu przedwojennego, władze monetarne podporządkowały wymóg równowagi zewnętrznej polityce wewnętrznej. Dodatkowo USA i Francja, główne kraje nadwyżkowe, niechętne były procesom dostosowawczym poprzez wzrost cen, przerzucając w ten sposób ciężar dostosowawczy poprzez deflację i recesję na Wielką Brytanię, kluczowy kraj deficytowy. Podstawowy problem z trudnością przeprowadzania procesów dostosowawczych w ramach systemu funkcjonującego w okresie międzywojennym (próby restauracji goldstandardu) wynikał z niedopasowania realnych kursów walutowych, które przyjęto w ramach powrotu do kursów parytetowych. Dla przykładu, Wielka Brytania przywróciła parytet złota po przeszacowanym realnym kursie walutowym, z kolei Francja i Niemcy, które silnie zdewaluowały swoje waluty, powróciły do parytetów złota po niedoszacowanych realnych kursach walutowych. Niedopasowania kursowe powodowały, że Francja i Niemcy skazane były na nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, zaś Wielka Brytania

[2] J. Bilski, *Historia integracji monetarnej*, [w:] . J. Bilski (red.), *Procesy integracyjne w gospodarce światowej. Polska w Unii Europejskiej*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2003.

[3] M. Vernengo, *Monetary integration and dollarisation. No panacea*, Chaltenham, UK, Northampton, MA, USA, 2005.

[4] J. Bilski, *Historia integracji…*

(i kraje ekonomicznie z nią powiązane), odnotowywała deficyty. W warunkach reguł goldstandardu oznaczało to, że złoto płynęło do krajów nadwyżkowych.

W okresie wielkiego kryzysu, wraz z rosnącą niestabilnością systemu bankowego, sytuacja stała się wyjątkowo napięta – kraje doświadczające utraty złota (lub mających pokrycie w złocie dewiz) mogły być postrzegane przez spekulantów jako kraje o zwiększonym ryzyku dewaluacji. Wynikające z tego przepływy kapitałowe prowadziły do szybszych, i na większą skalę, deprecjacji, niż występowałyby przy braku spekulacji. Niedoskonałość mechanizmu dostosowawczego w okresie międzywojennym wynikała także z braku pewności w przywiązanie uczestników systemu do wymienialności złota, co podważało wiarygodność systemu. W przeciwieństwie do klasycznego systemu goldstandardu, rynki miały ograniczone zaufanie, że równowaga zewnętrzna będzie priorytetem polityki gospodarczej kraju w stosunku do polityki wewnętrznej, co wzmagało destabilizujące ruchy krótkoterminowych przepływów kapitałowych. W efekcie, system definitywnie upadł w 1929 r. w obliczu wielkiego kryzysu gospodarczego. Ataki spekulacyjne na kraje, które stosowały ekspansywną politykę pieniężną w celu łagodzenia paniki w systemie bankowym i stabilizowania gospodarki realnej, zmuszały je do wychodzenia z systemu[5].

W ocenie funkcjonowania międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego do 1945 r. dominuje pogląd, akcentowany przez J. Keyensa, że jego podstawową słabością była niemożność przeprowadzenia korekty trwałych deficytów płatniczych bez ograniczenia wzrostu globalnej produkcji. Asymetria między krajami nadwyżkowymi a deficytowymi oznaczała, że proces dostosowawczy redukował globalny poziom aktywności gospodarczej, głównie poprzez spadek produkcji i zatrudnienia. J. Keynes uważał więc, że zasadnicza zmiana w nowym systemie powinna koncentrować się na transferze ponoszenia ciężaru dostosowawczego z krajów deficytowych na kraje nadwyżkowe.

1.2. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie walutowym z Bretton Woods

System walutowy z Bretton Woods (BW) został oparty na kursach stałych dostosowywanych okresowo (*fixed but adjustable rates*) oraz oficjalnych ograniczeniach w międzynarodowych przepływach kapitału prywatnego. Wobec ograniczonego przepływu kredytu prywatnego, przepływ netto płynnych rezerw międzynarodowych (USD i złota) stanowił miarę nierównowag międzynarodowych. Wentylem bezpieczeństwa, mającym prowadzić do szybszego dostosowania, były dostosowania kursowe.

[5] M. Bordo, *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Paper, no. 11 383, May 2005.

W zamyśle twórców system z Bretton Woods (BW) miał być symetryczny, gdzie rolę buforu przywracającego równowagę zewnętrzną odgrywałyby międzynarodowe rezerwy i zasoby MFW. W warunkach systemu z BW, bilans płatniczy kraju stanowił wskaźnik makroekonomicznej stabilności. Kraj deficytowy w pierwszej kolejności miał rekomendowane przez MFW wdrożenie polityki deflacyjnej, która w warunkach „fundamentalnej nierównowagi" mogła być wsparta dewaluacją waluty. Kraj odnotowujący deficyt handlowy mógł, w porozumieniu z MFW, dokonywać dewaluacji waluty w celu przywrócenia konkurencyjności i zredukowania deficytu. Zalecenia MFW opierały się na przyjęciu założenia, że nierównowaga bilansu płatniczego jest wynikiem nierównowagi wewnętrznej, generowana jest kanałem rachunku CA.

Konfrontując się z problemem deficytu płatniczego, kraje miały trzy możliwe ścieżki wyboru:

1) finansować deficyt spadkiem rezerw walutowych;

2) wdrożyć politykę zmiany wydatków (*expenditure-switching policy*), np. poprzez dewaluację kursu walutowego, wzrost ceł, kwot itp.;

3) wdrożyć politykę ograniczania wydatków (*expenditure-reducing policy*).

Oczywiste jest, że dwa ostatnie rozwiązania stanowią dla kraju większy koszt z punktu widzenia kształtowania się produkcji, cen i zatrudnienia, co powoduje, że pierwsze rozwiązanie jest najbardziej atrakcyjne (szczególnie, jeśli problem nierównowagi zewnętrznej nie jest strukturalny, lecz tymczasowy).

W rzeczywistości, system był asymetryczny, gdyż kraj emitujący walutę rezerwową mógł dłużej tolerować deficyty płatnicze niż pozostałe kraje, finansując je transferem własnej waluty. Asymetria dostosowawcza polegała z kolei na braku przymusu rewaluacji walut krajów nadwyżkowych.

Jak zwraca uwagę M. Ivanova, słabość powojennego systemu walutowego wynikała z faktu, że był on budowany na założeniu wzrostu gospodarczego wynikającego ze wzrostu produkcji (*production-led mode of accumulation*), a więc jego głównym celem było wspieranie ekspansji handlu międzynarodowego poprzez dostosowywanie nierównowag płatniczych. Mimo, że z czasem system BW zaczął przechodzić transformację w kierunku modelu wzrostu opartego na finansach (*finance-led mode of accumulation*), nadal opierał się na asymetrycznych relacjach wynikających z różnej siły monetarnej poszczególnych członków systemu[6].

System załamał się, gdyż kraj waluty rezerwowej nie dostosowywał się do narastającego deficytu w bilansie płatniczym oraz, po 1965 r., prowadził politykę inflacyjną. Dla sprawnego funkcjonowania systemu niezbędne było prowadzenie stabilnej polityki monetarnej w USA. Ponadto system wymagał kontroli przepływów kapitałowych, która z czasem stawała się nieefektywna. Narastająca

[6] M. Ivanova, *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, „International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.

niepewność, czy USD utrzyma swoją wartość, stała się powodem, dla którego utrzymywanie dużej skali aktywów rezerwowych było kłopotliwe dla banków centralnych i rządów. Gdyby USD został zdewaluowany w stosunku do złota, zagraniczne banki centralne odniosłyby stratę kapitałową. Jeśli próbowałyby zabezpieczyć się przed stratą kapitałową, masowo wymieniając USD na złoto, tylko przyspieszyłyby wywołanie kryzysu. Gdyby USA próbowały bronić USD, stosując bardziej restrykcyjną politykę monetarną i fiskalną, lub poprzez politykę protekcjonizmu próbowałyby zahamować popyt na towary importowane, gospodarki peryferyjne straciłyby dostęp do istotnego rynku zagranicznego, od którego były tak silnie uzależnione. Z tych samych powodów gospodarki peryferyjne były tak niechętne do przeprowadzania rewaluacji swoich walut w stosunku do USD, pomimo ich dynamicznego wzrostu gospodarczego, rosnącej konkurencyjności, narastających rezerw walutowych. Obawy przed wpływem na możliwość kontynuacji realizowanych strategii gospodarczych opartych na eksporcie (*export-led growth)* oraz deflacją powodowały, że kraje peryferyjne powstrzymywały się przed rewaluacją walut. W praktyce, jedynymi istotnymi rewaluacjami w tym okresie były rewaluacje przeprowadzone w Niemczech i Holandii w 1961 r. oraz Niemczech w 1969 r.

Niechęć krajów nadwyżkowych do rewaluacji walut była zatem powodowana dwoma czynnikami:

– obawą, jak wpłynie to na dalszą strategię wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie;

– obawą, jak wpłynie to na stabilność międzynarodowego systemu finansowego i walutowego[7].

Proces dostosowawczy dokonywał się zatem głównie poprzez zmiany wolumenowe (korektę w popycie krajowym zarówno w krajach nadwyżkowych, jak i deficytowych). Dostosowania poprzez zmiany cen (np. dostosowania kursowe), mimo że możliwe, dokonywały się rzadko. Kraje deficytowe były zachęcane do zawężania zagregowanego popytu wewnętrznego, zaś kraje nadwyżkowe do jego zwiększania. Korekty kursowe z założenia miały mieć charakter instrumentu *last resort*.

Należy zauważyć, że w ramach systemu próbowano uporać się z problemem asymetrycznego ponoszenia ciężaru dostosowawczego, wprowadzając instrument instytucjonalny, tzw. klauzulę waluty deficytowej (*scarce currency clause*). Idea tego mechanizmu sprowadzała się do tego, aby waluty krajów nadwyżkowych mogły mieć status waluty deficytowej (rzadkiej), gdyż popyt na nie przewyższał ich podaż. W szczególnych sytuacjach, klauzula ta mogła być wykorzystana przez inne kraje w celu umożliwienia im podjęcia działań ograniczających eksport z krajów nadwyżkowych. Klauzula ta nie stała się jednak

[7] B. Eichengreen, *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, The Cairoli Lectures, 2006.

efektywnym instrumentem nakłaniania krajów nadwyżkowych do wdrożenia polityk dostosowawczych, postrzeganym jako instrument „zbyt drastyczny". Kraje nadwyżkowe były generalnie niechętne do rewaluacji (lub inflacji), w rezultacie system z Bretton Woods stanowił – jak to ujął R. Mundell – „międzynarodowy system nierównowagi" (*international disequlibrium system*")[8].

Należy jeszcze podkreślić, że z punktu widzenia USA system z Bretton Woods był podobny do goldstandardu funkcjonującego pod koniec XIX w. Z uwagi na zobowiązanie USA do wymiany USD na złoto po urzędowej cenie 35 $ za uncję złota oraz rolę USD jako międzynarodowego aktywu rezerwowego, jedyną metodą, za pomocą której USA mogły utrzymać wymienialność, była wewnętrzna deflacja, która podnosiła realną wartość zarówno zasobów złota monetarnego, jak i oficjalnych aktywów dolarowych, zachęcając jednocześnie do dodatkowej produkcji złota (głównie w Afryce Płd.). Jednak polityczne ograniczenia związane z polityką deflacji były większe niż pod koniec XIX w. Niechęć USA do wdrożenia polityki dostosowawczej w krajowych wydatkach oraz krajów europejskich do pozwolenia na aprecjację ich walut stała się jedną z przyczyn załamania się systemu.

1.3. Międzynarodowy mechanizm dostosowawczy w systemie wielodewizowym

W systemie pieniądza sterowanego zostaje zniesiony automatyzm zmian jego ilości. W modelach gospodarki otwartej uznaje się, że istnieją siły powodujące korektę nierównowagi. W długim okresie równowaga zostaje osiągnięta przez dostosowania poziomów cen, przy czym mechanizm dostosowawczy jest w dużej mierze determinowany typem reżimu kursowego. W reżimach opartych na kursach elastycznych, głównym kanałem dostosowawczym są przesunięcia relatywnych poziomów cen, będące skutkiem zmian przelicznika kursowego. Natomiast w reżimach kursu usztywnionego główną rolę w mechanizmie powrotu do równowagi grają po obu stronach przeciwnie ukierunkowane przesunięcia absolutnych, w odróżnieniu do relatywnych, układów cen. W obu systemach kursu w krótkim okresie działa też kanał przesunięcia poziomu dochodu narodowego. Teoretycznie – działanie powyższych kanałów dostosowawczych powinno być wspierane działaniami z zakresu polityki gospodarczej. Wynika to z faktu, że:

– tolerowanie długotrwałej nierównowagi obrotów zewnętrznych powoduje narastanie zadłużenia (albo zwiększanie się pozycji wierzycielskiej) w stosunku do zagranicy, zaś wewnętrzna polityka monetarna staje się bardziej napięta;

[8] Za: G. Bird, T. Wiolett, *Multilateral surveillance. Is the IMF shooting for the stars?*, „World Economics" 2007, no. 4.

– deficyt na rachunku CA może mieć deflacyjno-recesyjny wpływ na gospodarkę, zaś nadwyżka na rachunku CA wpływ inflacyjny[9].

Na skutek zwiększonego dostępu do finansowania zagranicznego, dostosowanie zewnętrzne znacznie szybciej niż kiedykolwiek w przeszłości może dokonać się poprzez zmiany kursu walutowego i ruchy cen aktywów. W ramach systemu, deficyt płatniczy może osiągnąć jakikolwiek poziom, jeśli tylko międzynarodowi inwestorzy będą skłonni go finansować, niezależnie od kształtowania się nadwyżek płatniczych w innych krajach. Powstaje wątpliwość, czy przepływy międzynarodowego kapitału portfelowego gwarantują, że takie ruchy cen są stabilizujące.

Po ukonstytuowaniu się nowego, wielodewizowego systemu walutowego, w latach 70., mechanizm dostosowawczy działał dość sprawnie poprzez dostosowania kursów walutowych, cen relatywnych i wydatków krajowych. Jednakże wraz z postępującą globalizacją i liberalizacją finansów procesy dostosowawcze zostały zablokowane.

We współczesnym systemie elastycznych reżimów kursowych i dominującej waluty rezerwowej istnieją dwa ograniczenia dla międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego[10]:

– USA jako kraj emitujący walutę rezerwową nie doświadcza nacisków na dostosowanie zewnętrzne tak długo, jak na jego walutę jako międzynarodowy miernik wartości, walutę płatności i dostarczyciela międzynarodowej płynności istnieje popyt;

– w systemie kursów płynnych ciężar dostosowawczy jest dystrybuowany asymetrycznie. Kraje deficytowe, stopniowo odczuwające trudności z finansowaniem deficytu, zostają zmuszone przez siły rynku finansowego do dokonania dostosowania. W przeciwieństwie, kraje nadwyżkowe mogą być odporne na naciski na aprecjację kursu ich walut, przynajmniej przez znaczny okres. Opóźnienie procesu dostosowawczego wymaga od krajów nadwyżkowych działań kompensujących ze strony polityki pieniężnej w celu absorpcji lub sterylizacji ekspansji krajowej podaży pieniądza, wynikającej z akumulacji rezerw walutowych.

Niewątpliwie zatem kursy płynne nie spełniły pokładanych w nich oczekiwań odnośnie do zapewniania elastyczności procesów dostosowawczych. Zablokowanie współczesnych mechanizmów dostosowawczych jest odzwierciedlone przez doświadczenia USA, gdzie mimo deficytu CA, USD doświadcza trendu aprecjacyjnego. T. Ozawa nazywa ten fenomen „paradoksem deficytu CA, ale silnej waluty" („*CA deficit but strong currency paradox*"), co tłumaczy

[9] Za: K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista" 2006, nr 4.

[10] A. Elson, *Governing global finance. The evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave 2011.

dominującą rolą rachunku kapitałowego w determinowaniu salda bilansu płatniczego. Pozwala to na wysoki stopień tolerancji dla deficytu CA w USA bez osłabiania wartości waluty[11].

W ramach systemu, MFW stał się bezsilny nie tylko w oddziaływaniu na kraje nadwyżkowe, lecz także w ograniczaniu skali deficytów płatniczych. W obawie przed wysokimi kosztami niestabilności monetarnej kraje deficytowe oddalają niebezpieczeństwo nacisku deflacyjnego generowanego w następstwie deficytu obrotów bieżących (CAD), zaś kraje nadwyżkowe ryzyko nacisku inflacyjnego.

Czynnikiem dodatkowo komplikującym współczesny mechanizm dostosowawczy jest zróżnicowanie stosowanych reżimów kursowych – współwystępowanie reżimów płynnych i stałych. Szczególnie jest to istotne w kontekście relacji kursowych między głównymi uczestnikami międzynarodowego obrotu kapitałowego i handlowego – USA, krajami Azji Wschodniej i UGiW. Kurs euro wobec USD jest płynny, kurs renminbi (RMB) i innych walut azjatyckich usztywniony względem USA[12]. Jednak należy zauważyć, że fakt, że kurs RMB i innych walut azjatyckich pozostaje płynny w stosunku do euro, powoduje, iż efektywny kurs ich walut jest w pewnym sensie płynny. Ze względu na ten specyficzny układ relacji kursowych walut azjatyckich krajów *emerging markets*, można powiedzieć, że *de facto* mamy do czynienia z dualną polityka kursową[13].

2. Problemy procesu dostosowawczego w systemie wielodewizowym

2.1. Asymetria mechanizmów dostosowawczych w systemie wielodewizowym

Analiza dotychczasowych etapów funkcjonowania msw pozwala postawić tezę, że ciężar dostosowawczy był dystrybuowany asymetrycznie nawet w systemach zakładających gładkie funkcjonowanie mechanizmów dostosowawczych (klasyczny goldstandard).

---

[11] T. Ozawa, *Borrowed growth: current-account deficit – based development finance*, [w:] H. Gray, J. Dilyard, *Globalization and economic and financial instability*, An Elgar Reference Collection, 2005.

[12] Konsekwencje takiej konstelacji kursów walutowych gospodarek systemowo ważnych zostaną przedstawione w rozdziale III.

[13] 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.

Jak już wspomniano, asymetria procesów dostosowawczych w systemie wielodewizowym wynika w głównej mierze z niechęci krajów nadwyżkowych do uczestniczenia w procesach dostosowawczych i braku w ramach reguł msw systemu bodźców stymulujących uruchomienie procesów dostosowawczych.

Problem z procesami dostosowawczymi krajów nadwyżkowych wynika z faktu, że kraje te mogą być niechętne do wdrażania polityk, pozwalających na przekierowanie popytu (*rebalancing of demand*) – ze źródeł zewnętrznych na wewnętrzne w obawie, że działanie takie spowolni ich wzrost gospodarczy. W szczególności, kraje te mogą obawiać się pogarszającej się konkurencyjności, spowolnionego wzrostu w sektorze *tradables* oraz spadku produktywności i produkcji.

Tymczasem reakcja wzrostu gospodarczego na uruchomiony proces korekty w krajach nadwyżkowych zależy od wielu czynników, w tym od tych, które wygenerowały pierwotną nadwyżkę i korektę, a także od reakcji polityki gospodarczej. W zależności od tego, jak źródło korekty nadwyżki może się przełożyć na wzrost, można wyodrębnić trzy scenariusze:

– korekta nadwyżki kierowana aprecjacją kursu eliminującą niedoszacowanie waluty – może zredukować eksport, doprowadzić do wzrostu importu oraz ograniczyć produkcję w sektorze *tradables*. Przy pozostałych warunkach niezmienionych powoduje to spowolnienie wzrostu gospodarczego. D. Rodrik wykazuje, że efekt spowolnienia wzrostu może trwać dłużej w przypadku krajów, które dzięki niedoszacowanemu kursowi walutowemu niwelowały zniekształcenia krajowe, jak np. słabości instytucjonalne[14];

– korekta nadwyżki kierowana stymulantami makroekonomicznymi – ekspansywna polityka fiskalna i monetarna może prowadzić do wzrostu popytu wewnętrznego, wzrostu importu, ograniczenia nadwyżki CA i ożywienia gospodarczego. Zakres oddziaływania tych efektów zależy jednak od kompozycji polityk i warunków wyjściowych. Dla przykładu, wzrost wydatków rządowych doprowadzi najprawdopodobniej do aprecjacji realnego kursu walutowego i bardziej pomoże sektorowi *nontradables* niż sektorowi *tradables*.

– korekta nadwyżki powodowana usunięciem zniekształceń, które prowadzą do wysokiej stopy przezornościowego oszczędzania (ograniczone *social safety net*, brak międzynarodowych mechanizmów zapobiegania/łagodzenia ryzyka *sudden stop*, niekonkurencyjne struktury rynkowe) oraz niskiej stopy inwestycji (brak *bank lending culture*, restrykcje w napływie kapitału). Redukcja lub eliminacja tych zniekształceń może zwiększyć prywatną konsumpcję,

[14] D. Rodrik, *The real exchange rate and economic growth*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008. W pracy tej autor wykazuje, że prowzrostowe korzyści posiadania niedoszacowanego kursu walutowego są tym mniejsze, im bardziej rozwinięta gospodarka, o silniejszych instytucjach.

zredukować stopę oszczędności sektora prywatnego, zwiększyć stopę inwestycji, ograniczyć nadwyżkę CA i stymulować wzrost gospodarczy.

Oprócz powyższych czynników, wpływ korekty na wzrost gospodarczy zależy od specyficznych uwarunkowań polityki gospodarczej oraz globalnych czynników gospodarczych. Na przykład jeśli korekta nadwyżki jest kierowana aprecjacją niedoszacowanego kursu walutowego, efekt słabszego wzrostu eksportu może zostać zneutralizowany poprzez wzrost krajowego popytu na towary *tradables* lub reformy strukturalne prowadzące do zwiększenia produkcji w sektorze *nontradables*. Jeśli korekta nadwyżki jest kierowana wzrostem popytu krajowego, któremu towarzyszy usunięcie zniekształceń w kształtowaniu się stopy oszczędności i inwestycji, może nie nastąpić przyspieszenie wzrostu, jeśli gospodarka już znajduje się na granicy produkcji potencjalnej, jeśli nastąpi zwiększenie restrykcyjności polityk makroekonomicznych lub jeśli nastąpi spadek wzrostu globalnego.

Następnym elementem asymetrii mechanizmów dostosowawczych jest brak możliwości wymuszenia uruchomienia procesów dostosowawczych na kluczowym kraju deficytowym – USA, co wynika z międzynarodowej roli USD.

Wobec powyższych ograniczeń, ciężar dostosowawczy spada na kraje deficytowe, nie będące emitentami waluty międzynarodowej. Świadomość tego pozwala zrozumieć, dlaczego asymetria procesów dostosowawczych może być niebezpieczna w kontekście globalnej nierównowagi płatniczej. W wyniku asymetrycznych bodźców do wdrażania procesów dostosowawczych w krajach nadwyżkowych i deficytowych powstaje niebezpieczeństwo, że zjawisko *global imbalances* wytworzy globalne ciśnienie deflacyjne, jeśli procesy dostosowawcze krajów deficytowych doprowadzą do spadku globalnego popytu.

2.2. Czynniki determinujące przebieg procesów dostosowawczych

Oprócz asymetrii dostosowawczej między krajami deficytowymi a nadwyżkowymi istnieje szereg czynników różnicujących przebieg procesu dostosowawczego między krajami.

S. Edwards wykazuje, że kraje biedne częściej są dotknięte korektą na rachunku CA oraz że prawdopodobieństwo korekty jest większe dla krajów o większych deficytach, wysokim zadłużeniu zagranicznym i szybkim wzroście kredytu[15].

W swoich badaniach G. Milesi-Ferretti i inni[16] koncentrują się na determinantach dostosowawczych w krajach o średnim poziomie rozwoju. Wykorzystu-

[15] S. Edwards, *Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops*, IMF Staff Papers, vol. 51, Special Issue, 2004.

[16] G. Milesi-Ferretti, A. Razin, *Current account reversals and currency crises: empirical regularities*, [w:] P. Krugman, *Currency crises*, University of Chicago Press, Chicago 2000.

jąc analizę logarytmiczną, wykazują, że procesy dostosowawcze uruchamiają się w krajach: o większych deficytach CA, niższym poziomie rezerw, wyższym PKB *per capita*, pogarszającym się *terms of trade*, wzrastającej stopie inwestycji i płynnych reżimach kursowych.

Nieliczne badania empiryczne koncentrują się na wyodrębnianiu podgrup w przebiegu procesów dostosowawczych (*subgroups in adjustments*). Można wśród nich wyodrębnić:

1. Rozróżnienie między dostosowaniem w warunkach niskiego i wysokiego wzrostu.

H. Croke i inni[17] oraz MFW[18] wyodrębniają wśród krajów uprzemysłowionych te, które przeszły proces dostosowawczy w warunkach wysokiego/niskiego wzrostu realnego PKB. Doszli do wniosku, że przypadkom niskiego wzrostu nie towarzyszyła większa zmienność kursów walutowych, stóp procentowych oraz cen akcji. Badania MFW wykazują że przypadkom niskiego wzrostu w procesach dostosowawczych towarzyszył relatywnie niski stopień realnej efektywnej deprecjacji, podczas gdy przypadkom wysokiego wzrostu – ponad średnia realna deprecjacja.

2. Rozróżnienie między dostosowaniem kanałem eksportowym (*export-led*) i importowym (*import-led*).

Badania wykazują także różnice w kształtowaniu się eksportu i importu podczas procesów dostosowawczych w krajach rozwijających się i *emerging markets*. Z badań wynika, że silniejszy wzrost eksportu był główną siłą napędową procesu dostosowawczego w azjatyckich krajach *emerging markets*, podczas gdy słabnący import stanowił główną siłę w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej. Rozbieżność tę przypisuje się czynnikom strukturalnym, co wskazuje, że bardziej zamknięte gospodarki, cechujące się wyższym stopniem dolaryzacji pasywów zagranicznych, są bardziej predestynowane do dostosowań poprzez skurczenie importu[19].

3. Rozróżnienie między krajami dużymi i małymi.

Niektóre badania akcentują rolę otwartości handlu, co sugeruje, że kraje, które są bardziej otwarte na międzynarodowy handel, powinny doświadczać mniejszych kosztów dostosowawczych.

Nie jest jednak oczywiste, czy dostosowania w krajach będących małymi otwartymi gospodarkami są bardziej/mniej trudne niż w gospodarkach większych i bardziej zamkniętych. Z jednej strony, małe otwarte gospodarki są bardziej ograniczone w dostępie do finansowania i pożyczania we własnej

---

[17] H. Croke i in., *Financial market developments and economic activity during current account adjustments in industrial countries*, International Finance Discussion Papers, no. 827, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 2005.

[18] *Large external imbalances in the past: An event analysis*, IMF, World Economic Outlook, 2007.

[19] *Ibidem*.

walucie. Z drugiej strony, dostosowanie zewnętrzne jest łatwiejsze, gdyż mają większy sektor *tradables* w stosunku do gospodarki.

S. Edwards wykazuje że negatywne skutki dostosowań na rachunku CA dla wzrostu gospodarczego są bardziej odczuwalne w przypadku dużych krajów[20]. Ponadto dostrzega rolę stopnia rozwoju gospodarki dla skutków otwartości handlu – dochodzi do wniosku, że otwartość jest istotna w przypadku małych, nieuprzemysłowionych krajów, nie jest zaś istotna w przypadku krajów dużych i rozwiniętych[21].

4. Rozróżnienie odnośnie do progu dostosowań (*threshold of adjustment*).

R. Clarida i inni[22] wyodrębniają specyficzne dla danego kraju progi dla procesów dostosowawczych, np. saldo obrotów bieżących do PKB, powyżej którego uruchamia się powrót do równowagi zewnętrznej. Autorzy dochodzą do wniosku, że progi te (determinujące także szybkość procesów dostosowawczych) są różne dla poszczególnych krajów, po stronie deficytowej sięgając od 0,18% dla Japonii do 4,05% dla Kanady.

2.3. Rola czynnika systemowego w procesie dostosowawczym

Kolejny czynnik determinujący przebieg procesów dostosowawczych można nazwać czynnikiem systemowym. Powoduje on pewne uprzywilejowanie jednych krajów względem innych, co generuje hierarchiczność w międzynarodowych stosunkach monetarnych. Wśród koncepcji uzasadniających rolę czynnika systemowego dla procesu dostosowawczego należy wymienić koncepcję siły monetarnej kraju B. Cohena, koncepcję *Seignioragu* oraz koncepcję *Exorbitant privilege*.

Zgodnie z koncepcją B. Cohena[23] siła monetarna kraju[24] pochodzi z dwóch poziomów: makro, który uzasadnia nierównowagę bilansów płatniczych krajów z punktu widzenia makroekonomicznego, oraz mikro, który działa poprzez zdolność pieniądza do wpływania na zmiany zachowań i przyzwyczajeń podmiotów działających w gospodarce.

---

[20] S. Edwards, *The end of large current account deficit, 1970–2002: Are there lessons for the United States?. The greenspan era: lessons for the future*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005.

[21] *Ibidem.*

[22] R. Clarida i in., *Are there thresholds of current account adjustment in the G7?*, [w:] R. Clarida, *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, The University of Chicago Press, Chicago 2006.

[23] B. Cohen, *The macrofoundation of monetary power*, www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen, June 2004.

[24] Jak wskazuje B. Cohen, siła (*power*) rozumiana jest tu nie jako zdolność do wpływania na inne kraje, lecz jako zdolność kraju do niepoddawania się wpływom innych krajów; w tym sensie można ją utożsamiać z autonomią (*autonomy*).

Centralnym punktem koncepcji siły monetarnej rozpatrywanej z poziomu makro jest dystrybucja ciężaru dostosowawczego i jego wpływ na nierównowagę zewnętrzną. Siła monetarna kraju rozpatrywana z punktu widzenia makro polega na zdolności kraju do unikania kosztów dostosowawczych związanych z nierównowagą płatniczą. Zatem, im większa zdolność kraju do unikania kosztów dostosowawczych, tym większa jego siła monetarna. Zdolność do unikania kosztów dostosowawczych jest rozumiana w dualny sposób i stanowią ją:

1) zdolność do opóźniania procesów dostosowawczych (*power to delay*), która jest przede wszystkim funkcją płynności międzynarodowej kraju, gdyż stanowi ją zasób rezerw walutowych oraz zdolność pożyczkowa kraju;

2) zdolność do przerzucania ciężaru dostosowawczego na inne kraje (*power to deflect*), która ma swoje źródło w czynnikach strukturalnych gospodarek.

O ile *power to delay* jest ograniczona tylko poprzez popyt kraju na rezerwy i skłonność podmiotów zagranicznych do udzielania pożyczek krajowi (im większy zasób płynności jest do dyspozycji kraju, tym ma on większą zdolność do opóźniania procesu dostosowawczego), o tyle *power to deflect* jest ograniczona przez uwarunkowania strukturalne i fundamentalne danej gospodarki. Rozróżnienie obu rodzajów siły monetarnej kraju opiera się także na pojęciu „trwałości danego kosztu"; i tak *power to delay* stanowi zdolność do unikania trwałego kosztu (*continuing cost*), zaś *power to deflect* zdolność unikania przejściowego kosztu dostosowawczego (*transitional cost*). Aby zrozumieć kategorię trwałego kosztu dostosowawczego (*continuing cost*), należy przyjąć pojęcie procesu dostosowawczego dla kraju deficytowego jako realnego kosztu ekonomicznego, który trwa nadal po zakończeniu korekty. Niezależnie od kombinacji zmian w poziomach realnego dochodu narodowego i absorpcji w kraju deficytowym towarzyszących procesowi dostosowawczemu, w nowym poziomie równowagi kraj deficytowy będzie miał mniejszy udział w dochodzie generowanym przez kraj nadwyżkowy i deficytowy. Powoduje to, że w interesie kraju deficytowego jest odwlekanie w czasie procesu dostosowawczego.

O ile więc trwały koszt obejmuje okres po dokonaniu się korekty, o tyle przejściowy koszt to koszt ponoszony w trakcie procesu dostosowawczego. Koszt ten rośnie wraz ze wzrostem zakresu zmian cen, dochodów i kursów walutowych towarzyszących procesowi korekty. Dla kraju deficytowego rośnie wraz ze wzrostem realnej deprecjacji – deflacji lub deprecjacji/dewaluacji nominalnego kursu walutowego. Koszt ten rozumiany jest zarówno w kategoriach *stricte* ekonomicznych (np. w systemie stałego kursu walutowego, koszt prowadzenia polityki zmiany wydatków, głównie poprzez restrykcyjną politykę pieniężną i fiskalną), jak i politycznych (dewaluacja/deprecjacja jest społecznie odbierana jako niepowodzenie polityki rządu, osłabiająca jego reputację i wiarygodność).

Power to delay, a więc zdolność kraju do opóźniania procesu dostosowawczego, zależy od płynności międzynarodowej kraju. Naturalnie ma ona kluczowe

znaczenie w przypadku krajów deficytowych, dla których podstawowym celem płynności międzynarodowej jest finansowanie związane z pokryciem deficytu w bilansie płatniczym: albo poprzez obniżenie zagranicznych należności (zasób rezerw), albo wzrost zagranicznych pasywów (pożyczki). Zdolność kraju do finansowania deficytu ma wpływ na moment uruchomienia procesu dostosowawczego oraz dystrybucję kosztów dostosowawczych między krajami deficytowymi. Większa płynność oznacza większą zdolność do uniknięcia niekorzystnych skutków realokacji zasobów. Każdy kraj deficytowy ma zatem pokusę do odraczania ponoszenia ciągłego kosztu dostosowawczego. Im na dłużej może to zrobić, tym większy nacisk na inne kraje deficytowe z poniesieniem ciężaru dostosowawczego. Kraje nadwyżkowe mają zdecydowanie większą zdolność do opóźniania procesu dostosowawczego, co wynika z faktu, że łatwiej jest absorbować nadwyżki niż finansować deficyty.

Im więcej krajów polega na zewnętrznych źródłach finansowania, aniżeli na własnych zasobach rezerw, tym większa rola kredytodawców (publicznych i prywatnych) w determinowaniu, kto będzie zmuszony dokonać procesu dostosowawczego.

Z powyższej interpretacji wynikają dwa wnioski:

1. Dystrybucja trwałego kosztu dostosowawczego pomiędzy krajami deficytowymi jest w dużym stopniu determinowana przez percepcję kredytodawców odnośnie do zdolności kraju deficytowego do obsługi długu. Powoduje to, że *power to delay* jest w większa w przypadku rozwiniętych, uprzemysłowionych gospodarek, a więc krajów, które są najbardziej wiarygodnymi pożyczkobiorcami. Analogicznie, *power to delay* jest mniejsza w przypadku krajów biedniejszych i słabiej rozwiniętych, o ograniczonym dostępie do finansowania zagranicznego.

2. Dystrybucję trwałego kosztu dostosowawczego cechuje duża zmienność, wynikająca ze zmiennej percepcji wiarygodności różnych krajów i ich polityki.

Największy zakres *power to delay* jest przypisany USA, który, będąc emitentem waluty globalnej, może finansować deficyty płatnicze we własnej walucie. Nie jest to jednak nielimitowany zakres *power to delay* – uzależniony od popytu zagranicy na aktywa dolarowe, jak w przypadku każdego kredytowania ze źródeł zagranicznych, może ulec ograniczeniu, jeśli podmioty zagraniczne nie zechcą kontynuować akumulacji aktywów dolarowych.

Power to deflect nie wynika z działania czynników finansowych, lecz z bardziej fundamentalnych zmiennych, które odróżniają gospodarki narodowe od siebie. Do głównych cech determinujących *power to deflect* należą: stopień otwartości gospodarki oraz stopień adaptacyjności danego kraju. B. Cohen zwraca uwagę na fakt, że o ile stan równowagi zewnętrznej (deficyt lub nadwyżka) ma znaczenie dla dystrybucji stałego kosztu dostosowawczego i zakresu *power to delay*, o tyle w przypadku dystrybucji przejściowego kosztu dostosowawczego i zakresu *power to deflect* ma zdecydowanie mniejsze oddziaływanie.

W przypadku *power to deflect* podstawowe znaczenie dla procesu dostosowawczego, co wpływa na dystrybucję przejściowego kosztu, zarówno w odniesieniu do krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych, mają dwa czynniki:

1) wrażliwość (*suscesptibility*)/podatność (*vulnerability*) gospodarki na impulsy pochodzące z zewnątrz. B. Cohen podkreśla potrzebę rozróżnienia tych pojęć ze względu na to, że każdemu procesowi dostosowawczemu towarzyszyć powinna dekompozycja na stymulantę (pierwotny impuls wywołujący proces dostosowawczy) i odpowiedź (na wpływ nierównowagi na gospodarkę). Wrażliwość gospodarki to więc stopień, w jakim gospodarka jest podatna na wpływ zewnętrznych impulsów (pozytywnych i negatywnych), zaś podatność to stopień, w jakim gospodarka jest w stanie neutralizować lub akomodować zewnętrzne impulsy. Zakres *power to deflect* jest zatem funkcją obu elementów procesu dostosowawczego – stymulantów i odpowiedzi na nią;

2) otwartość i adaptacyjność. Otwartość gospodarki, mierzona tradycyjnie jako udział sektora *tradables* w PKB, jest kluczową determinantą wrażliwości (*sensitivity*) gospodarki na nierównowagę płatniczą (stymulanta). Adaptacyjność z kolei jest kluczową determinantą podatności kraju (*vulnerability*) na nierównowagę (odpowiedź kraju). O ile otwartość gospodarki jest zmienną mierzalną, o tyle adaptacyjność kraju jest trudna do empirycznego uchwycenia. Stanowi wynikową wielu czynników mikroekonomicznych, takich jak mobilność czynników produkcji, dostęp do informacji. Dla danego stopnia otwartości zdolność adaptacyjna gospodarki determinuje to, w jakim stopniu różne sektory gospodarki potrafią zaakceptować proces korekty nierównowagi bez dokonania się istotnych zmian w cenach i dochodach. Istotne znaczenie ma elastyczność w realokacji zasobów – im łatwiej zasoby produkcyjne przemieszczają się, tym większa szansa, że proces dostosowawczy będzie przebiegał bezboleśnie. Otwartość gospodarki z kolei utrudnia ewentualne uniknięcie wpływu korekty na krajowe ceny i dochody.

Wynikają z tego następujące wnioski:

– dystrybucja przejściowego kosztu dostosowawczego faworyzuje większe i bardziej zdywersyfikowane gospodarki. Większy kraj z reguły oznacza mniejszy stopień otwartości, zaś większa dywersyfikacja produkcji oznacza większe możliwości adaptacyjne w sytuacji korekty;

– w przeciwieństwie do trwałego kosztu dostosowawczego, dystrybucja kosztu przejściowego jest bardziej stała. Wynika to z faktu, że strukturalne cechy gospodarki (jak np. otwartość) zmieniają się powoli, zatem *power to deflect* także charakteryzuje się stałością.

Koncepcja B. Cohena, opierająca się na dualnej naturze siły monetarnej kraju, wskazuje na hierarchiczną naturę międzynarodowych stosunków monetarnych. Kraje, różniąc się zakresem siły monetarnej, tworzą hierarchiczny model współpracy międzynarodowej.

Hierarchiczność ta jest także centralnym punktem koncepcji *seignioragu* i koncepcji *exorbitant privilege* („nadzwyczajnego przywileju"). W tradycyjnym

znaczeniu, zdolność do uzyskiwania *seignioragu* jest związana z suwerennością monetarną – tylko kraje suwerenne mają prawo do uzyskiwania tego typu dochodu od swoich obywateli.

W przypadku kraju emitującego walutę międzynarodową, *seigniorage* można zdefiniować jako zysk, wynikający z faktu wykorzystywania waluty krajowej jako waluty rezerwowej oraz w pozostałych funkcjach waluty międzynarodowej. Pojęcie *seignioragu* jako nielimitowanej linii kredytowej od reszty świata zostało zawężone przez C. de Gaulle'a do koncepcji *exorbitant privilege*[25]. W ujęciu tym *exorbitant privilege* oznacza łatwość finansowania zagranicznego przyczyniającą się do dodatniej stopy zwrotu z aktywów i pasywów zagranicznych[26]. *Exorbitant privilege* pozwala krajowi na większą swobodę prowadzenia polityki makroekonomicznej, dzięki większej płynności rynków i zdolności do zadłużania się za granicą we własnej walucie, co obniża koszt zadłużenia zagranicznego. Innym źródłem *exorbitant privilege* jest możliwość przerzucania ciężaru dostosowawczego na inne (deficytowe, nie będące emitentami waluty rezerwowej), kraje.

Podkreśla się, że o ile do wczesnych lat 60. USA podejmowały próby ograniczenia deficytu płatniczego, o tyle od połowy tej dekady zaczęły rzeczywiście wykorzystywać zalety *seignioragu*[27]. Wzrost znaczenia *seignioragu* jako źródła dochodu narodowego nie dokonałby się bez „transnacjonalizacji" prywatnych finansów pochodzących z USA, co stworzyło szeroką sieć rynków zdolnych do finansowania deficytów płatniczych USA (np. rynek eurodolarowy), podczas gdy wyjątkowy status USD w systemie gwarantował stabilny i rosnący popyt na amerykański dług.

W ujęciu ilościowym dochód z *seignioragu* równa się wartości netto waluty krajowej, która jest dostępna dla reszty świata. Przed powstaniem rynku eurodolarowego wysokość *seignioragu* nie była trudna do określenia, gdyż głównymi USD w cyrkulacji były te w posiadaniu zagranicznych banków centralnych, co znajdowało swoje odzwierciedlenie w statystykach płatniczych USA (pasywa zagraniczne). Wzrost rynku eurodolarowego i aktywności prywatnych pośredników finansowych doprowadził do rozerwania związku między pasywami zagranicznymi a ilością USD cyrkulujących w obiegu międzynarodowym. W wyniku tego zakres s*eignioragu* stał się trudny do determinowania i określenia.

---

[25] M. Ivanova, *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, „International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.

[26] P. Gourinchas i inni używają określenia „*boomerang currency*" (waluta bumerang), dla określenia zjawiska, w którym pieniądz płacony kredytodawcom zagranicznym wraca do kraju-emitenta „jak bumerang". Za: P. Gourinchas, H. Rey, N. Govillot, *Exorbitant privilege and exorbitant duty*, University of California, mimeo, 2010.

[27] Najlepszym tego przykładem jest finansowanie kosztów wojny wietnamskiej, bez podnoszenia podatków, w wyniku dokonywania zakupu przez zagranicę amerykańskich papierów skarbowych.

3. Kanały dostosowawcze nierównowag globalnych w ramach systemu wielodewizowego

3.1. Systematyzacja kanałów dostosowawczych

Klasyczna teoria bilansu płatniczego (w ujęciu Meade'a, Mundella, Herbergera, Johnsona), teorie kursu walutowego (wg Dornbuscha, Frankela) oraz ich rozszerzenie o dorobek „nowej otwartej ekonomii" (Obstfeld, Rogoff) wskazują, że nierównowagi zewnętrzne są przywracane do stanów równowagi poprzez kombinację dostosowań kursowych oraz zagregowanego popytu i produkcji. Dostosowania te są uruchamiane przez swobodnie działające siły rynkowe lub przez działania z zakresu polityki gospodarczej.

W literaturze dotyczącej nierównowag globalnych nie ma przyjętego jednolitego kryterium wyodrębniania kanałów dostosowawczych.

Pierwszy podział wyodrębnia dostosowania wykorzystujące kanał popytowy (zmiana popytu z towarów importowanych na krajowe w przypadku kraju deficytowego) oraz kanał podażowy (zwiększenie produkcji w sektorze *tradables*). Badania empiryczne wskazują na istotną rolę kanału podażowego w długim okresie, który może „zdjąć" ciężar dostosowań z wyłącznej roli kanału popytowego i zmian kursowych. Ze względu na potencjalnie destabilizujący wpływ kanału kursowego na globalny system finansowy rolę kanału podażowego należy traktować jako istotne źródło dostosowań i wspierać środkami polityki gospodarczej[28].

I. Angeloni i inni[29] wyodrębniają dwa zasadnicze kanały dostosowawcze, zwracając uwagę, że w wyniku ich wzajemnego działania kolejnymi kanałami (niejako wtórnymi) dokonują się procesy dostosowawcze. Do pierwotnych kanałów dostosowawczych zalicza kanał działający poprzez zmiany realnego kursu walutowego oraz kanał działający poprzez zmiany popytu, dochodu i zatrudnienia.

Dostosowanie poprzez zmianę realnego kursu walutowego jest najbardziej bezpośrednim i od razu działającym czynnikiem, który generuje zmiany w bilansie płatniczym. Związek między realnym kursem walutowym a kształtowaniem się salda CA można postrzegać w kilku ujęciach. Po pierwsze, zakładając występowanie wysokich elastyczności w handlu, realna deprecjacja, poprzez czynienie krajowych dóbr tańszymi w stosunku do zagranicznych, poprawia eksport i redukuje import, zatem powoduje powstanie nadwyżki w bilansie

[28] P. Engler i in., *External adjustment and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment*, „Review of International Economics" 2009, vol. 17(5).

[29] I. Angeloni i in., *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, „European Economy, Economic Papers", July 2011, no. 444.

handlowym lub eliminuje istniejący deficyt. Po drugie, realna deprecjacja przekierowuje krajowy popyt z dóbr wymienialnych (*tradables*) na niewymienialne (*nontradables*), poprawiając jednocześnie saldo CA nawet w sytuacji, kiedy w sektorze *tradables* działa prawo jednej ceny. Po trzecie, czyniąc relatywne ceny zagranicznych aktywów wyższymi w stosunku do krajowych, realna deprecjacja redukuje odpływy kapitału netto i sprzyja napływowi kapitału. Zmiany w realnym kursie walutowym mogą być wynikiem dostosowań w nominalnym kursie walutowym i/lub różnic w stopach inflacji. O. Jeanne zwraca uwagę, że pierwszy komponent działa szybciej niż drugi, ale w długim okresie reżim kursowy nie powinien wpływać na realny kurs walutowy pod warunkiem, że dostosowania nie są zniekształcane przez kontrole przepływu kapitału i sterylizowane interwencje walutowe[30].

Drugi kanał dostosowawczy działa poprzez zmiany w popycie, dochodzie i zatrudnieniu. Deficyt w kraju prowadzi do przekierowania dochodu z kraju do zagranicy. Podnosi to poziom absorpcji zagranicznej w stosunku do krajowej, co redukuje deficyt poprzez niższy import i wyższy eksport. Zakres i siła oddziaływania tego mechanizmu zależą od wydatków sektora prywatnego i możliwości dokonania zmian w politykach makroekonomicznych (fiskalnej i monetarnej). Działanie kanału zmian dochodów nie jest odrębne od działania kanału realnego kursu walutowego; zmiana w zagregowanym popycie z kraju deficytowego do nadwyżkowego uruchomi dostosowanie realnego kursu walutowego, gdyż relatywny popyt w kraju deficytowym jest słabszy (w którym występują tendencje deflacyjne) i silniejszy w kraju nadwyżkowym (tendencje inflacyjne).

Korekta nierównowagi, poprzez zmianę globalnej dystrybucji wydatków, ma implikacje dla kursów walutowych oraz poziomu i struktury produkcji w gospodarce globalnej. Poszczególne kanały dostosowawcze zatem oddziałują na siebie nawzajem.

Stosowane w literaturze klasyfikacje kanałów dostosowawczych nie są jednak spójne. Szczególnie dotyczy to postrzegania roli kanału kursowego. Niektórzy wyodrębniają kanał handlowy *versus* finansowy; można spotkać także podział na kanał tradycyjny (kursowy) i współczesny (finansowy). Dyskusja na temat kanałów dostosowawczych współczesnych nierównowag sprowadza się często do polemiki na temat siły działania tradycyjnego kanału handlowego i kanału finansowego, związanego z kształtowaniem się cen aktywów i dyferencjałów stóp procentowych. Widać tu dualną rolę kanału kursowego, który ma zdolność korygowania nierównowagi kanałem handlowym oraz finansowym.

W najbardziej obszerny sposób kanały dostosowawcze wyodrębnia w swoim raporcie Komisja Europejska. Wyróżnia następujące kanały dostosowawcze, którymi kurs walutowy wpływa na procesy korekty nierównowag[31]:

---

[30] O. Jeanne, *Capital account policies and the real exchange rate*, manuscript, Johns Hopkins University, Dep. of Economics, 2011.

[31] *Quarterly report on the euro area*, European Commission, October 2005.

– handlowy,
– siły nabywczej,
– aktywów,
– stopy procentowej,
– cen relatywnych,
– zaufania.

Specyfika kanału cen relatywnych polega na tym, że komponenty cen relatywnych (kurs walutowy oraz ceny krajowe i zagraniczne) odpowiadają endogenicznie na czynniki kształtujące CA i rachunek finansowy bilansu płatniczego. Zmiany kursu walutowego wpływają na zmiany cen relatywnych – różnych towarów będących przedmiotem wymiany międzynarodowej, ale także cen towarów *nontradables* względem *tradables*, co indukuje realokację konsumpcji między towarami *tradables* i *nontradables*. Należy przy tym zauważyć, że zmiany kursu nie wpływają identycznie na sektory. Wpływ na ceny w sektorze *tradables* jest różny i zależny od struktury rynku, udziału towarów i usług w eksporcie i imporcie, elastyczności cenowych.

W literaturze podkreśla się także, że siła oddziaływania kanałów jest uzależniona od sposobu funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego. G. Schnabl i inni zwraca uwagę, że rola kanału cen relatywnych powinna być tym większa, im bardziej stały jest kurs walutowy. Jednakże, ponieważ od lat 80. globalna inflacja cen konsumpcyjnych jest na umiarkowanym poziomie, ponadto uległa konwergencji między krajami centrum a peryferyjnymi, wpływ cen konsumpcyjnych na *terms of trade* jest umiarkowany. Tym niemniej, znaczne fluktuacje cen relatywnych w przypadku (bardzo zmiennych) cen surowców i żywności oraz (bardziej stałych) cen artykułów przemysłowych mają wpływ na rachunek CA w krajach centrum i peryferyjnych[32].

Zgodnie z analizami modeli zrównoważonego portfela (*portfolio balance models*), kluczowymi kanałami dostosowawczymi w ramach wielodewizowego systemu walutowego powinny być kanał kursowy i kanał stopy procentowej. W modelach tych uznaje się, że dostosowania kursowe i stóp procentowych mogą wystąpić tylko w sytuacji, kiedy odwróceniu ulegną różnice w stopach wzrostu między USA i UGiW a Japonią (zmiany popytowe) lub jeśli w krajach *emerging markets* nastąpi rozwój systemu finansowego i zaczną być tworzone aktywa wysokiej jakości (zmiany podażowe)[33]. Reakcje rynków na kształtowanie się wskaźników ekonomicznych USA w ostatnich latach zdają się potwierdzać, że główną determinantą zmian kursu USD jest stopa wzrostu gospodarki i stopy procentowe aniżeli deficyt handlowy.

---

[32] G. Schnabl, S. Freitag, *An asymmetry matrix in global current accounts*, Universitat Leipzig, Working Paper, no. 76, Januar 2009.

[33] M. Xafa, *Global imbalances and financial stability*, IMF Working Paper, WP/07/111, May 2007.

Działanie kanału stopy procentowej i kursu walutowego może jednak spowodować globalny efekt zarażania, szczególnie jeśli kraj dokonujący dostosowania jest dużą gospodarką. Ze względu na bardziej efektywną i wiarygodną obecnie politykę pieniężną, mniejsze zmiany stóp procentowych są potrzebne dla stabilizowania inflacji na skutek zaistniałego szoku popytowego oraz w trakcie procesu dostosowawczego, głównie na skutek słabszego efektu *pass-through*. Bardziej wiarygodna polityka pieniężna redukuje koszt dostosowawczy w postaci spadku produkcji[34].

Powyższe uwarunkowania tłumaczą, dlaczego najwięcej uwagi (i kontrowersji) w analizie scenariuszy dostosowawczych nierównowag globalnych przyciąga rola kanału kursowego – skala niezbędnych dostosowań kursowych.

3.2. Rola kursu walutowego w procesie dostosowawczym

Założenie, że nierównowaga CA może być korygowana poprzez zmiany nominalnego kursu walutowego, jest oparte na podejściu elastycznościowym, które stanowi centralny punkt w modelach zarówno keynesowskim (Meade 1951), jak i monetarnym (Friedman 1953). Zakładając elastyczność cenową popytu na import i stałe ceny eksportowe w walucie zagranicznej, aprecjacja waluty powoduje wzrost międzynarodowych cen w eksporcie i obniża krajowe ceny w imporcie. Nadwyżka CA ulega zmniejszeniu, jeśli handel międzynarodowy jest wrażliwy na zmiany cen relatywnych.

Większość badań zakłada istnienie wpływu zmian kursu walutowego na bilans handlowy. Mechanizm dostosowawczy kanałem handlowym dokonuje się poprzez zmiany ilości i cen towarów i usług. Założenie to bazuje na elastycznościowym podejściu do bilansu płatniczego, w którym eksport kraju jest funkcją cen relatywnych między krajem eksportującym a resztą świata oraz zagregowanego dochodu reszty świata. W analogiczny sposób modelowany jest import. Zatem bilans handlowy odpowiada pozytywnie na zmiany dochodu zagranicznego, negatywnie na zmiany dochodu krajowego oraz negatywnie na zmiany wskaźnika cen krajowych w stosunku do zagranicznych. Założenie to długo stanowiło oparcie dla decydentów politycznych w krótkoterminowych prognozach kształtowania się salda handlowego. Jednak, podejście elastycznościowe nie daje odpowiedzi na pytanie, co powoduje, że salda CA utrzymują się przez dłuższy okres. Szacowane elastyczności dochodowe nie są stałe w czasie i między krajami. Podejście to nie uwzględnia istotnych czynników generujących nierównowagi, takich jak zasoby naturalne, wzrost produktywności, zmiany demograficzne, bariery handlowe.

[34] *Globalisation and external imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2005.

Rozmiar handlu między krajami jest istotnym wskaźnikiem współzależności międzynarodowej i roli kanału handlowego w procesie dostosowawczym. Przy pozostałych warunkach, które nie uległy zmianie, kraj jest tym bardziej wystawiony na szok wygenerowany w kraju partnerskim, im silniejsze są związki handlowe między krajami.

Jak już wspomniano, czynnikiem osłabiającym rolę kanału handlowego jest zmniejszony zakres działania efektu *pass-through*, przy czym:

– w krótkim okresie przełożenie zmian kursu na poziom cen krajowych jest widoczne. Wynika to zarówno z ulepszonej polityki pieniężnej (wzrost wiarygodności), jak i środowiska niższej inflacji;

– przełożenie zmian kursu na poziom cen w imporcie jest większe niż na poziom cen krajowych, szczególnie w długim okresie. Istnieje tu jednak widoczna asymetria – w przypadku USA przełożenie zmian kursu na ceny w imporcie jest małe, w przypadku pozostałych krajów – duże. Wynika to z wykorzystywania USD w funkcji waluty fakturowania handlu[35].

Osłabienie efektu *pass-through* ma istotne implikacje dla procesów dostosowawczych. Z jednej strony oznacza to, że gospodarki są bardziej odizolowane od szoków zewnętrznych, co pozwala im osiągać stabilny wzrost w okresie dużej zmienności kursów walutowych, nawet w przypadku bardzo otwartych gospodarek. Z drugiej strony, redukuje to efekty kursowe polityki *expenditure-switching*, komplikując tym samym proces dostosowawczy. Większość badań empirycznych koncentruje się na roli cen relatywnych w sektorze *tradables* w procesach dostosowawczych bilansu handlowego. Rola odgrywana przez ceny relatywne sektora *nontradables* w procesach dostosowawczych przyciąga mniej uwagi w literaturze empirycznej[36]. Z kolei decydenci polityczni koncentrują uwagę na zdolności przedsiębiorstw eksportowych do konkurowania na rynkach globalnych.

Rolę sektora *nontradables* w procesach dostosowawczych analizują E. Ruscher i inni[37] Wykazują, że rola sektora *nontradables* w procesach dostosowawczych jest istotna, istnieje bowiem w długim okresie zależność między realnymi kursami walutowymi i bilansem handlowym a relatywnymi cenami w sektorze *tradables* i *nontradables*. W szczególności, tylko miary realnego efektywnego

[35] L. Goldberg, C. Tille, *The internationalization of the dollar and trade balance adjustment*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, no. 255/August 2006. USA fakturują ok. 95% eksportu i 85% importu w walucie krajowej.

[36] Przykładem jest praca P. Lane i in., w której wykazuje, że poprawie bilansu handlowego towarzyszy deprecjacja realnego kursu walutowego, co najprawdopodobniej uwzględnia wewnętrzne dostosowania kursowe. Por. P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *External wealth, the trade balance, and the real exchange rate*, „European Economic Review" 2002, no. 46.

[37] E. Rucher, G. Wolff, *External rebalancing is not just an exporter's story: Real Exchange rates, the non-tradable sector and the euro*, European Economy, Economic Papers, no. 375, March 2009.

kursu walutowego uwzględniające ceny towarów *nontradables* mają istotny związek z bilansem handlowym w długim okresie. Powodem, dla którego ceny towarów *nontradables* mogą być bardziej istotną determinantą realnych kursów walutowych, jest wzrost procesów integracyjnych w gospodarce globalnej, który doprowadził do zwiększonej konwergencji cen towarów *tradables*. Z badań tych płynie ważny wniosek – wspieranie procesu zmian cen relatywnych (np. poprzez usuwanie sztywności cenowych) pozwoli zredukować koszt dostosowawczy.

Przedstawiciele nurtu akcentującego rolę kanału handlowego różnią się w ocenie zakresu dostosowań. Dla niektórych badaczy założenie, że zmiana kursu walutowego wpływa na bilans handlowy jest jednak kontrowersyjne. Sceptycy podejścia elastycznościowego (McKinnon, Qiao) twierdzą, że w zglobalizowanej gospodarce dostosowania nominalnego kursu walutowego nie są efektywnym narzędziem korygowania nierównowagi CA. Przykładem są doświadczenia Japonii, gdzie po przyjęciu Plaza Agreement aprecjacja jena w stosunku do USD nie doprowadziła do korekty nierównowagi handlowej. Wynikało to z dwóch powodów:

1) ceny w eksporcie w Japonii spadły w odpowiedzi na aprecjację (niekompletny *pass-through*),

2) aprecjacja i słabnący eksport doprowadziły do recesji, która spowodowała spadek importu, pozostawiając niezmienione saldo CA.

Zatem, podczas gdy w literaturze istnieje zgoda, że stałe kursy walutowe powodują zniekształcenia w globalnych przepływach handlowych, rola i znaczenie kursu walutowego w generowaniu i rozwiązywaniu globalnych nierównowag, pozostaje dyskusyjna. Stałe kursy walutowe i ich wpływ na międzynarodowe ceny relatywne mogą generować zniekształcenia strukturalne w międzynarodowym handlu i przepływach finansowych. Jednak, brak jest zgody w literaturze empirycznej odnośnie do wpływu tego zniekształcenia na obecny deficyt na rachunku obrotów bieżących USA. Dla przykładu, J. Decressin i inni wykazują, że rozmiar nierównowagi CA jest niezależny od reżimu kursowego[38]. H. Berger i inni zaobserwowali, że brak elastyczności kursowej może generować większą uporczywość nierównowag handlowych[39]. Brak jest również zgody co do roli kursu walutowego w rozwiązywaniu nierównowag globalnych.

Niezależnie od powyższych dyskusyjnych aspektów, nie ma wątpliwości, że należy mówić o dualnej naturze kursu walutowego w kształtowaniu pozycji zewnętrznej kraju – kanałem eksportu netto i kanałem finansowym (poprzez efekt wyceny).

---

[38] J. Decressin, E. Stavrev, *Current accounts in a currency union*, IMF Working Paper, WP09/127.

[39] H. Berger, V. Nitsch, *The Euro's effect on trade imbalances*, IMF Working Paper, no. 10/226, October 2010.

Niektóre modele uznają relatywnie dużą skalę deprecjacji kursu walutowego w kraju deficytowym, która zapewni zmianę w cenach relatywnych dóbr *tradables* i *nontradables*[40] lub umożliwi zmianę w alokacji międzynarodowego portfela[41]. Symulacje oparte na dynamicznych stochastycznych modelach równowagi ogólnej (*dynamic stochastic general equilibrium models*) MFW również prowadzą do wniosku, że jakikolwiek scenariusz dostosowawczy nierównowag globalnych będzie opierał się na ruchach kursowych.

M. Obstfeld i K. Rogoff twierdzą, że kanał kursowy będzie kluczowy w rozwiązywaniu nierównowag globalnych. Zawężanie amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących będzie wymagało dużego spadku zewnętrznej wartości USD. W krótkim okresie kluczowy kanał dostosowawczy będzie wynikał ze zmian cen relatywnych, przy czym kluczowa będzie zmiana cen towarów *tradables* względem *nontradables*. Ograniczona rola kanału kursowego jest możliwa jedynie w przypadku długookresowego charakteru procesu dostosowawczego (powiedzmy, trwającego dekadę) w sytuacji, kiedy mobilność siły roboczej i kapitału między sektorami i krajami może znacznie zredukować potrzebę zmian cen relatywnych[42].

Według alternatywnych poglądów rola kanału kursowego może być „wyciszona" ze względu na wystąpienie kanałów substytucyjnych. Należy tu wymienić:

– rolę czynników podażowych. P. Engler i inni[43] podkreśla rolę czynników strony podażowej gospodarki, redukujących tym samym potrzebę dostosowań kursowych dla zawężenia nierównowagi płatniczej;

– efekt wyceny, wynikający z fluktuacji w międzynarodowych aktywach i pasywach brutto[44];

– relatywne globalne zmiany w cenach aktywów[45].

3.3. Kanał wyceny w procesie dostosowawczym

Na skutek przyspieszenia procesu globalizacji i integracji finansowej w ostatnich kilkunastu latach nastąpił wzrost zagranicznych aktywów i pasywów brutto, który spowodował wyłonienie się nowego, finansowego kanału transmisji zewnętrznych procesów dostosowawczych.

---

[40] Por. M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global current account imbalances and exchange rate adjustments*, „Brookings Papers on Economic Activity" 2005, no. 1.

[41] O. Blanchard, F. Giavazzi, F. Sa *The US current account and the dollar*, MIT Department of Economics Working Paper, no. 5/2002.

[42] M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global current…*

[43] P. Engler i in., *External imbalances…*

[44] R. Bems, L. Dedola, *Current account reversals and capital market integration: the adjustment of the US external deficit revisited*, mimeo ECB.

[45] M. Fratzscher i in., *Asset prices, exchange rates and the current account*, „European Economic Review", December 2009.

Wysoka skala pozycji brutto może powodować rozdźwięk między rachunkiem bieżącym a zmianami w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (NIIP), ze względu na fluktuacje cen aktywów i kursów walutowych.

Występowanie „klinu" między pozycją netto a skumulowanym bilansem obrotów bieżących wynika z faktu, że stopy zwrotu z aktywów i pasywów zagranicznych zawierają dochód z inwestycji (dywidendy, płatności odsetkowe) który jest zawarty w CA oraz zysk/stratę kapitałową (*capital gain/loss*), która nie jest zawarta w CA.

Zmiany kursów walutowych i cen aktywów mają istotny wpływ na wartość zagranicznych aktywów i pasywów. Wpływ ten – zwany efektem (kanałem) wyceny (*valuation effect/channel*) – sprawia, że ewolucja zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto jest oderwana od kierunku ewolucji rachunków bieżących[46]. Paradoksalnie zatem, w finansowo zglobalizowanej gospodarce, kraj o zbilansowanym rachunku bieżącym może odnotowywać duże wahania w zagranicznej pozycji netto, w wyniku fluktuacji cenowych na rynkach finansowych i walutowych[47].

Należy zauważyć, że posługiwanie się terminem „*valuation effect*" jest nieprecyzyjne i różnie definiowane. Dla przykładu, P. Gourinchas i inni[48] używają terminu „dostosowanie finansowe" i „efekt wyceny" zamiennie, mając na myśli rolę całkowitej stopy zwrotu z aktywów w procesie dostosowawczym. F. Ghironi i inni[49], analizując efekt wyceny, ograniczają się do komponentu zysku kapitałowego (*capital gain*) wynikającego ze stopy zwrotu z aktywów. Podejście to jest zbliżone do ujęcia P. Lane'a i innych, którzy definiując efekt wyceny, dokonują rozróżnienia między zyskiem kapitałowym a bilansem dochodów.

Znaczenie zysku lub straty kapitałowej dla determinowania realnego ciężaru długu kraju (efekt/kanał wyceny) w procesie dostosowawczym odgrywa komplermentarną rolę w stosunku do dostosowania poprzez eksport netto.

Na działanie kanału wyceny składają się:

– różnice w nominalnych stopach zwrotu z zagranicznych aktywów i pasywów (*asset price channel*),
– ruchy kursów walutowych (*exchange rate channel*).

---

[46] Inaczej mówiąc – ewolucja zagranicznej pozycji inwestycyjnej zależy nie tylko od tego, czy kraj zakumulował zagraniczne aktywa lub pasywa poprzez wygenerowanie nadwyżki lub deficytu na rachunku obrotów bieżących, ale także od zmian wartości portfela na skutek efektów wyceny.

[47] Rachunek obrotów bieżących zawiera co prawda dochód z inwestycji otrzymywany z tytułu utrzymywanych aktywów i płacony z tytułu pasywów, ale nie zawiera zmian wartości aktywów i pasywów wynikających z fluktuacji ich cen.

[48] P. Gourinchas, H. Rey, *International financial adjustment*, za: M. Obsfeld, *External*...

[49] F. Ghironi i in., *The valuation channel of external adjustment*, IMF Working Paper, WP/09/275.

Kanał wyceny jest więc dodatkowym kanałem, którym zmiany kursu walutowego mogą przyczyniać się do dostosowań zewnętrznych.

Uproszczony związek między zmianami w NIIP i rachunkiem bieżącym można przedstawić w następujący sposób:

Zmiana w NIIP (zmiana w zasobach) = Rachunek bieżący (przepływy) + Efekt wyceny (*capital gain or losses*)

Efekt wyceny odgrywa ważną rolę dla stabilności pozycji NIIP jako że rozmiar nadwyżki handlowej, którą kraj dłużniczy musi wygenerować dla obsługi zagranicznych pasywów netto, zależy nie tylko od stopy wzrostu gospodarki, ale także od odsetek netto, jakie musi płacić z tytułu posiadanych pasywów. Inaczej ujmując, rozmiar bilansu handlowego potrzebnego dla stabilizowania NIIP zależy od bilansu dochodów z inwestycji netto i rozmiaru efektu wyceny.

Rola efektu wyceny dla procesów dostosowawczych przejawia się w tym, że fluktuacje w wycenie powodują, że nadwyżki/deficyty stają się relatywnie mniej istotnymi determinantami międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

Badania empiryczne podkreślają znaczenie efektu wyceny w procesie dostosowawczym w skali międzynarodowej[50]. Jednak dokładny zakres oraz działanie tego kanału dostosowawczego są przedmiotem ożywionej dyskusji. Interesujące jest przedstawienie uwarunkowań uzyskiwania efektu wyceny.

Jak zauważa M. Obstfeld, komponent „efekt wyceny" jest duży w przypadku krajów bogatszych, jednak jest trudny do prognozowania. Z kolei komponent „rachunek bieżący" jest tym komponentem, który można ustanowić jako cel polityki gospodarczej. Razem, NIIP oraz CA determinują wymagany poziom dostosowania realnego kursu walutowego w celu dojścia gospodarki do trwałości pozycji zewnętrznej (*external sustainability*).

Z badań MFW wynika, że – w stosunku do PKB – znaczenie rocznych i średniookresowych zmian wyceny wpływających na międzynarodową pozycję inwestycyjną netto wzrosło w latach 90. w stosunku do lat 80. Wzrost średniookresowych zmian w wycenie szczególnie jest istotny w mniejszych i relatywnie bardziej otwartych krajach uprzemysłowionych, które odnotowują duże zmiany w pozycji inwestycyjnej netto i brutto (Finlandia, Holandia, Szwajcaria) oraz w krajach *emerging markets*, które przeszły istotną korektę kursową (jak azjatyckie w trakcie kryzysu finansowego 1997–1998).

[50] Empiryczne potwierdzenie znaczenia efektu wyceny dla wyjaśnienia ewolucji kształtowania się pozycji międzynarodowej netto znajduje się w wielu pracach P. Lane'a i G. Milesi-Ferrettiego (2001, 2005, 2006, 2007).

Oceniając rolę zmian kursowych w powstawaniu efektu wyceny, należy zauważyć, że istotne są tutaj dwa czynniki[51]:

– natura zmian kursowych. Jeśli zmiany kursowe są nieantycypowane, wpływ efektu wyceny na pozycję netto jest trwały, zaś efekt wyceny wynikający z antycypowanych zmian kursowych nie jest trwały, gdyż w tym przypadku znajduje odzwierciedlenie w dochodowości aktywów, która z kolei redukuje efekt wyceny poprzez wpływ na CA[52];

– ogólna struktura zagranicznych aktywów i pasywów (szczególnie struktura walutowa, ale także instrumentów finansowych).

Oba czynniki mają decydujące znaczenie dla determinowania roli efektu wyceny w procesie dostosowawczym:

– w przypadku krajów uprzemysłowionych (gdzie dominują aktywa zagraniczne denominowane w walucie zagranicznej, zaś pasywa zagraniczne w walucie krajowej), efekt wyceny wynikający z nieantycypowanych zmian kursowych ułatwia proces dostosowawczy, ponieważ prowadzi do podziału ciężaru dostosowawczego (zjawisko *burden sharing*) przez wiele krajów. W krajach o deprecjonującej się walucie wzrasta krajowa wartość aktywów zagranicznych, przy niezmienionej wartości pasywów zagranicznych, w efekcie czego pozycja netto się poprawia; przeciwny jest kierunek oddziaływania w krajach o walutach aprecjonujących się. Jeśli kierunek zmian kursowych odpowiada kierunkowi wymaganych dostosowań (deprecjacja w krajach, których CA musi się poprawić, aprecjacja w pozostałych), stanowi to ekwiwalent transferu bogactwa (*wealth transfer*) z krajów nadwyżkowych do deficytowych, co (przy pozostałych warunkach niezmienionych) pozwala zredukować zakres niezbędnych dostosowań kanałem handlowym[53];

– w przypadku krajów *emerging markets* (gdzie zagraniczne pasywa są denominowane w walucie zagranicznej) efekt wyceny wynikający z nieantycypowanej deprecjacji kursu komplikuje proces dostosowawczy, ze względu na wzrost wartości pasywów w walucie krajowej. Z drugiej strony, aprecjacja kursu, prowadząc do pozytywnego efektu wyceny, poprawia pozycję inwestycyjną netto kraju.

Ciekawe wnioski odnośnie do roli efektu wyceny płyną z badań empirycznych przeprowadzonych przez MFW na próbie 49 krajów (21 uprzemysłowio-

---

[51] *Globalisation and external…*

[52] Weźmy pod uwagę przypadek antycypowanej deprecjacji, z perspektywy zagranicznego inwestora lokującego w obligacje. Zakładając niezmienione preferencje odnośnie do ryzyka, obniżona wartość kapitału (w walucie zagranicznej) wynikająca z deprecjacji wymaga wyższej dochodowości w celu zachowania obecnej wartości inwestycji. W przypadku antycypowanych zmian kursowych dostosowania w stopach zwrotu mogą być wzmocnione poprzez realokację portfela inwestycji.

[53] Mechanizm ten zadziałał w przypadku korekty CA w USA w latach 1985–1988, kiedy USD uległ blisko 30% deprecjacji w ujęciu realnym efektywnym.

nych i 28 *emerging markets*) w kwestii ich doświadczeń z lat 1970–2003[54]. Celem badań była analiza dynamicznej reakcji bilansu handlowego (definiowanego jako suma eksportu netto towarów i usług) i pozycji inwestycyjnej netto na nierównowagę zewnętrzną. Wychodząc z założenia, że w długim okresie istnieje związek między przepływami handlowymi a pozycją netto, w konsekwencji ich krótkoterminowych odchyleń procesy dostosowawcze dokonują się poprzez zmiany eksportu netto, zmiany pozycji netto (co jest interpretowane jako potwierdzenie kanału wyceny) lub obu wielkości. W szczególności:

– dla większości krajów *emerging markets* proces dostosowawczy dokonywał się kanałem handlowym. Nie oznacza to jednak, że kanał wyceny nie odgrywa w przypadku tych krajów roli – wręcz przeciwnie, oznacza to, że negatywny efekt wyceny (np. wynikający z deprecjacji kursu) pogarsza pozycję netto, proces dostosowawczy musi się dokonać poprzez poprawę eksportu netto;

– w przypadku większości krajów uprzemysłowionych (w tym USA i Japonii) kanał wyceny odgrywa istotną rolę. Zmiany pozycji netto systematycznie reagują na odchylenia od długookresowego związku z eksportem netto.

Z badań tych można sformułować bardziej ogólny wniosek, że dla wszystkich krajów zmiany kursu walutowego wpływają na średnio i długookresowe dostosowania handlowe, w krótkim okresie generują także pozytywne zmiany wyceny w niektórych krajach uprzemysłowionych, szczególnie w USA (co potwierdza, że kraj ten otrzymuje premię z tytułu emisji waluty rezerwowej – *reserve currency premium*). Wynika to z faktu, że krótkookresowe zmiany kursowe w krajach uprzemysłowionych mają z reguły charakter nieantycypowany, mogą zatem generować duży efekt wyceny. Trwałe zmiany kursowe w średnim i długim okresie mają bardziej antycypowany charakter, stąd efekt wyceny mniejszy[55].

Kanał wyceny działa zatem asymetrycznie. Oprócz potwierdzonego empirycznie silniejszego oddziaływania w krótkim okresie aniżeli w długim, asymetria oddziaływania przejawia się w podziale na kraje *emerging markets* i kraje rozwinięte, co wynika ze struktury walutowej ich aktywów i pasywów zagranicznych. Dla krajów *emerging markets* niemożności pożyczania we własnej walucie oznacza, że na skutek deprecjacji waluty krajowej dochodowość pasywów wzrasta w stosunku do aktywów krajowych. Wzrasta ciężar pasywów. Dla

[54] *Globalisation and external...* Słabością tych badań jest to, że w dużej mierze dotyczą okresu, kiedy przepływy brutto były stosunkowo małe w porównaniu z wolumenem eksportu i importu. Powoduje to, że nie doszacowują roli efektu wyceny w odniesieniu do realiów współczesnej gospodarki globalnej. Płynie z nich wniosek o dominującej roli bilansów handlowych dla procesów dostosowawczych, stanowią zatem potwierdzenie zasadności posługiwania się bilansem CA w odniesieniu do nierównowag zewnętrznych.

[55] *Ibidem…*

krajów *emerging markets* istnieje więc konflikt między pozytywnym wpływem deprecjacji waluty krajowej na proces dostosowawczy kanałem handlowym a negatywnym wpływem deprecjacji waluty kanałem wyceny. Konflikt obu kanałów dostosowawczych w przypadku krajów *emerging markets* R. McKinnon nazywa *conflicting virtue*[56]. To tłumaczy, dlaczego kraje *emerging markets* obawiają się zmienności kursów walutowych w warunkach liberalizujących się przepływów kapitałowych.

Jedną z technik zarządzania zmiennością kursu w warunkach *conflicting virtue* jest redukowanie pasywów zagranicznych lub przechodzenie do pozycji kredytodawcy netto poprzez generowanie nadwyżki CA i akumulowanie rezerw walutowych. Inną możliwością jest akumulowanie pasywów zagranicznych netto, ale w połączeniu z możliwością wpływania na strukturę instrumentów pasywów – zwiększając rolę finansowania kapitałem udziałowym (*equity financing*), kraj *emerging markets* zwiększa możliwość podziału ryzyka (*risk sharing)* poprzez większe powiązanie dochodowości pasywów z poziomem rozwoju gospodarczego kraju.

W przeciwieństwie do problematycznego wpływu kanału wyceny na proces dostosowawczy w przypadku krajów *emerging markets*, dla krajów uprzemysłowionych kanał wyceny stanowi ułatwienie procesu dostosowawczego. Dobrym przykładem jest Australia, gdzie 10-procentowa deprecjacja redukuje zwrot z pasywów netto o ok. 2%, nieco mniej niż 5% w przypadku USA[57].

Długookresowe znaczenie efektu wyceny odgrywa drugoplanową rolę w stosunku do innych czynników kształtujących pozycję inwestycyjną netto. Niekiedy jednak strata/zysk kapitałowy może generować strukturalne zmiany w dynamice pozycji inwestycyjnej netto, w wyniku kryzysu finansowego o permanentnych skutkach lub dłużej utrzymujących się boomów cen aktywów.

Paradoksalnie jednak, zdaniem P. Lane'a i innych, na skutek szybko postępującej globalizacji finansowej, rola kanału wyceny w przypadku USA powinna się kurczyć. Utrzymująca się nierównowaga zewnętrzna USA oraz potrzeba deprecjacji USD powoduje, że globalna struktura walutowa międzynarodowej pozycji inwestycyjnej będzie się zmieniać. Podmioty zagraniczne będą coraz bardziej efektywnie zabezpieczać się przed finansowymi konsekwencjami deprecjacji USD, więc korzystny dla USA efekt bilansowy (*balance-sheet effect)* będzie się zmniejszał[58].

---

[56] Por. R. McKinnon, G. Schnabl, *China's financial conundrum and global imbalances*, BIS Working Papers, no. 277, March 2009.

[57] P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *The external wealth…*

[58] *Ibidem*.

3.4. Rola przepływów kapitału w procesach korekty nierównowag globalnych

Wzrost mobilności i dywersyfikacji międzynarodowego kapitału portfelowego może być czynnikiem ułatwiającym procesy dostosowawcze nierównowag, ale jednocześnie stanowi ryzyko dla globalnej stabilności finansowej, jeśli napływ kapitału potrzebnego do sfinansowania deficytów CA uległby gwałtownej i znacznej redukcji.

Rola międzynarodowego kapitału portfelowego w kształtowaniu pozycji inwestycyjnej kraju (dla przykładu suma aktywów i pasywów zasobu inwestycji portfelowych w całkowitych aktywach i pasywach krajów będących największymi uczestnikami międzynarodowych rynków finansowych wynosi odpowiednio: dla strefy euro 38%, dla USA 39%, dla Japonii 55%) powoduje, że tej kategorii przepływów kapitałowych należy poświęcić zasadniczą uwagę w dyskusji nad *sustainability of imbalances* i kanałami dostosowawczymi.

3.4.1. Przepływy prywatnego kapitału portfelowego

Badania empiryczne przeprowadzone przez R. de Santisa i innych[59] na szerokiej próbie krajów rozwijających się i uprzemysłowionych w okresie 1970–2003 wykazują, że przepływy kapitału portfelowego netto odegrały istotną rolę w procesie korekty zewnętrznych nierównowag. Przepływy te były determinowane wspólnym dla wszystkich krajów zestawem czynników: strukturą demograficzną, jakością instytucji, wielkością agregatów monetarnych oraz wyjściową pozycją inwestycyjną netto. Zestaw determinant salda rachunku obrotów bieżących (CA) i przepływów portfelowych netto był taki sam, co sugeruje, że nierównowagi zewnętrzne mogą dostosowywać się łagodnie wraz z kierunkiem ewolucji przepływów portfelowych netto. Potencjalny konflikt między kształtowaniem się salda CA a przepływami portfelowymi netto może pojawić się w przypadku wskaźnika agregatu pieniężnego w stosunku do PKB i wskaźnika demograficznego. W szczególności:

1. Badania wykazują, że wpływ czynnika demograficznego na różne kategorie przepływów kapitału portfelowego jest zróżnicowany, w zależności od przyjętych specyfikacji modelu. Kraje o relatywnie dużym udziale populacji młodej i starszej cechuje pogorszenie CA i napływ netto kapitału akcyjnego (*equity*), co jest zgodne z przewidywaniami teoretycznymi. Jednocześnie, kraje o relatywnie wysokim odsetku populacji starszej (szczególnie kraje OECD) doświadczają odpływu netto instrumentów dłużnych. Oba zjawiska mają odmienne implikacje. Albo potwierdza to hipotezę, że inwestorzy preferują utrzy-

[59] R. De Santis, M. Luhrmann, *On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows. A global perspective*, Working Paper ECB, no. 651/2006.

mywanie bezpiecznych aktywów wraz ze starzeniem się, dokonując realokacji inwestycji w kierunku portfela aktywów o stałym dochodzie, albo wzmacnia hipotezę, że inwestorzy zagraniczni mogą redukować swoje inwestycje w obligacje emitowane przez kraje o starzejącym się społeczeństwie, z potencjalnymi negatywnymi konsekwencjami dla przyszłych krajowych cen obligacji. Jeśli pierwsza hipoteza sprawdziłaby się, (a asymetryczny wpływ tendencji demograficznych na saldo CA i przepływy kapitału portfelowego jest dowodem, że taki mechanizm może mieć miejsce), byłoby to rozwiązanie „zagadki Greenspana"[60]. Wraz z procesem starzenia się społeczeństwa wzrasta awersja do ryzyka, zmiany portfela w kierunku instrumentów o stałym dochodzie podnoszą ceny obligacji, z negatywnym skutkiem dla ich dochodowości. Zatem potrzebne są pogłębione badania empiryczne dla znalezienia odpowiedzi na pytanie, czy zmiany w portfelu z akcji w kierunku obligacji są zjawiskiem obserwowanym w krajach o starszych populacjach, czy też inwestorzy międzynarodowi są mniej skłonni do dokonywania zakupów instrumentów o stałym dochodzie gospodarek o starzejącej się populacji.

2. Wzrost agregatu monetarnego (M3) w stosunku do PKB poprawia saldo CA w wyniku pozytywnego wpływu zwiększonego finansowania (*financial deepening*) na oszczędności, co jest zgodne z przewidywaniami teoretycznymi. Jednakże determinanta ta powoduje także zmianę kompozycji kapitału portfelowego (*portfolio shift effect*). Wyższemu wskaźnikowi M3 w stosunku do PKB towarzyszą (kanałem popytu na pieniądz) niższe stopy procentowe. Może to sprzyjać międzynarodowym inwestycjom w zasoby krajowe (napływ netto kapitału *equity*), ze szkodą dla mniej atrakcyjnych inwestycji w krajowe obligacje (odpływ netto instrumentów dłużnych).

Ponadto, autorzy nie znajdują potwierdzenia empirycznego dla wpływu czynników finansowych związanych z rynkiem akcji, takich jak charakter rynku (*market performance*), wycena rynku (*market valuation*) i rozmiar rynku (*market size*). Znajdują jednak potwierdzenie empiryczne, że określone wyżej determinanty z różną siłą wpływały na określone komponenty pozycji inwestycyjnej:

– na przepływy netto kapitału akcyjnego (*equity*) wpływały głównie czynniki demograficzne oraz wyjściowa pozycja inwestycyjna. Przepływy netto kapitału akcyjnego były negatywnie skorelowane z dochodem *per capita*, co oznacza, że bogatsze kraje alokują część swoich oszczędności na globalnym rynku akcji;

[60] Empiryczne potwierdzenie realokacji portfela w kierunku bezpieczniejszych aktywów stanowiłoby potwierdzenie „zagadki Greenspana" (*Greenspan's conundrum*), czyli zagadki, dlaczego dochodowości obligacji w krajach rozwiniętych są niskie mimo wzrastających krótkoterminowych stop procentowych, dodatniego wzrostu gospodarczego i niskich stóp inflacji. Wraz ze starzeniem się siły roboczej i wzrostem awersji do ryzyka podmiotów prywatnych, zmiany w portfelu w kierunku instrumentów o stałym dochodzie podnoszą ceny obligacji, z negatywnym efektem dla ich dochodowości.

– na przepływy netto instrumentów dłużnych wpływały głównie agregaty monetarne i wyjściowa pozycja inwestycyjna. Dodatkowo, badania potwierdziły wpływ długookresowego dyferencjału stóp procentowych na przepływy netto instrumentów dłużnych. Wpływ ten jest jednak pozytywny w średnim okresie, ale negatywny w krótkim. Dodatkowo, wzrost krótkoterminowych krajowych stóp procentowych powyżej pewnego trendu powoduje równoważną zmianę w portfelu, z krajowych instrumentów dłużnych.

3.4.2. Rola kanału zewnętrznej polityki finansowej

Ważnym elementem procesów dostosowawczych są przepływy kapitału oficjalnego. Rolę przepływów kapitału oficjalnego w determinowaniu CA podkreśla J. Gagnon[61]. Zwraca on uwagę na kanał zewnętrznej polityki finansowej (*external financial policy factor*), który działa na skutek niedoskonałej substytucyjności aktywów wyrażonych w walucie krajowej i zagranicznej. Polityką tą nazywa „oficjalną politykę rządu odnośnie do kursu walutowego i aktywów zagranicznych”[62].

Dla wielu krajów – być może większości – realny kurs walutowy nie stanowi użytecznej miary zewnętrznej polityki finansowej. Jest raczej endogeniczny w stosunku do czynników wpływających na CA, jak bariery handlowe czy technologie.

J. Gagnon wyodrębnia trzy kategorie zewnętrznej polityki finansowej, które mają istotny wpływ na kształtowanie się bilansu CA:

– oficjalne pożyczanie w walucie zagranicznej,
– zakup aktywów zagranicznych (w tym aktywów rezerwowych) w celach ubezpieczeniowych lub dla lokowania oszczędności krajowych,
– zakup aktywów rezerwowych w celu zapobiegania aprecjacji waluty krajowej.

Główną osią rozważań J. Gagnona jest zatem położenie punktu ciężkości na oficjalnych zakupach aktywów zagranicznych netto jako użytecznej mierze zewnętrznej polityki finansowej dla analizy kształtowania się CA. Korelacja oficjalnych przepływów netto i CA sugeruje występowanie mechanizmu przyczynowego. Jednakże, kierunek tej przyczynowości nie jest oczywisty. Przy pozostałych warunkach niezmienionych decyzja sektora oficjalnego, aby dokonywać zakupu aktywów zagranicznych prawdopodobnie doprowadzi do deprecjacji kursu, poprawi saldo handlowe i CA. Z drugiej strony, wzrost zagranicznego popytu na eksport spowoduje poprawę salda CA i aprecjację kursu walutowego.

---

[61] J. Gagnon, *Current account imbalances coming back*, Peterson Institute for International Economics, Policy Briefs, 2010.

[62] J. Gagnon, *Global imbalances and foreign asset expansion by developing-economy central banks*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, March 2012.

Sektor oficjalny może zdecydować się na przeciwstawienie się aprecjacji kursu walutowego poprzez zakup aktywów zagranicznych, zatem zwiększając oficjalne przepływy netto. Tak więc oficjalne przepływy netto mogą determinować CA, jak i CA może determinować oficjalne przepływy netto. Tym niemniej, CA nie może wpływać na oficjalne przepływy netto bez decyzji sektora oficjalnego, aby blokować dostosowanie kursu walutowego. Zakres, w jakim polityka ta jest skuteczna w opóźnianiu dostosowania kursowego, wpływa na trwałość nierównowagi zewnętrznej. Zatem, korelacja ta jest w decydującej mierze powodowana wyborem polityki sektora oficjalnego. W tym sensie przepływy kapitału oficjalnego stanowią istotny czynnik kształtowania się CA.

Z badań wynika, że przepływy kapitału prywatnego odgrywają bardziej istotną rolę w kształtowaniu bilansu CA w przypadku krajów uprzemysłowionych niż krajów rozwijających się. W krajach uprzemysłowionych przepływy kapitału prywatnego netto są bardziej zmienne od CA, przepływy kapitału oficjalnego netto mniej, co sugeruje, że przepływy kapitału prywatnego są istotniejszym czynnikiem kształtującym CA w tych krajach niż przepływy kapitału oficjalnego. W krajach rozwijających się występuje odmienna sytuacja: przepływy kapitału prywatnego netto są mniej zmienne niż CA, zaś przepływy netto kapitału oficjalnego bardziej. Dla krajów rozwijających się okazuje się, że albo CA są determinowane głównie przepływami kapitału oficjalnego, albo kapitał oficjalny jest kierowany głównie poprzez CA, przepływy kapitału prywatnego nie determinują ani CA, ani przepływów kapitału oficjalnego.

O znaczeniu przepływów obu wyodrębnionych form kapitału i ich związku z saldem CA informuje tabela 10.

Tabela 10. Mobilność kapitału i CA, w latach 1984–2008 (rocznie)

Wyszczególnienie	Korelacja		Odchylenie standardowe (w % PKB)	
Kraje uprzemysłowione				
CA	1,00			4,9
Przepływy netto kapitału oficjalnego	0,28	1,00		3,3
Przepływy netto kapitału prywatnego	0,49	–0,41	1,00	5,9
Przepływy brutto kapitału prywatnego	–	–	–	40,6
Kraje rozwijające się				
CA	1,00			10,6
Przepływy netto kapitału oficjalnego	0,73	1,00		10,9
Przepływy netto kapitału prywatnego	0,46	–0,13	1,00	6,7
Przepływy brutto kapitału prywatnego	–	–	–	21,1

Źródło: J. Gagnon, *Current account imbalances coming back*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2010.

Z tabeli 10 wynika, że przepływy kapitału prywatnego są bardziej niż przepływy kapitału oficjalnego skorelowane z CA w przypadku krajów uprzemysłowionych. Korelacja ta nie odpowiada jednak na pytanie, czy egzogeniczne przepływy kapitału oficjalnego determinują CA, czy też egzogeniczne szoki CA determinują przepływy kapitału oficjalnego w krajach rozwijających się. Jednakże, relatywnie niskie korelacje i odchylenia standardowe przepływów netto kapitału prywatnego w tych krajach sugerują, że przepływy te nie powodują zasadniczych zmian w zachowaniu kapitału oficjalnego. Wynika z tego wniosek, że dla stabilności CA w krajach rozwijających się istotne jest zredukowanie skali przepływów kapitału oficjalnego, np. poprzez zwiększenie elastyczności kursu walutowego.

4. Zasadność koordynacji polityk makroekonomicznych w skali międzynarodowej

4.1. Argumenty przemawiające za polityką koordynacji

Kluczowy argument za polityką koordynacji opiera się na uznaniu występowania zewnętrznych efektów (*external effects, spillover effects*) krajowej polityki makroekonomicznej. Koordynacja polityki makroekonomicznej jest zarówno niezbędna dla międzynarodowej stabilności gospodarczej, jak i trudna do osiągnięcia, kiedy kapitały są mobilne. Istnieje coraz większy consensus, że podejście skoordynowane (*coordinated approach*) do korekty nierównowagi globalnej może być bardziej efektywne dla gospodarki światowej jako całości niż podejście indywidualne (*competitive approach*), rodzące niebezpieczeństwo konkurencyjnych działań dyskryminacyjnych, np. protekcjonizmu, reglamentacji dewizowej.

Trudności z utworzeniem mechanizmu przełamującego asymetrię w ponoszeniu ciężaru dostosowawczego nierównowag (widoczne m.in. w nieskuteczności tzw. klauzuli waluty deficytowej wdrożonej w ramach zarządzania systemem z Bretton Woods) stanowią kolejny argument za intensyfikacją działań koordynacyjnych. Międzynarodowa koordynacja może zatem pomóc osiągnąć bardziej symetryczną dystrybucję ciężaru dostosowawczego między krajami deficytowymi a nadwyżkowymi[63].

[63] *The risks of international imbalances: beyond current accounts*, BIS 81st Annual Report, 2011.

Polityka koordynacji jest „skazana" na ograniczenie się do pewnych obszarów jak polityka kursowa i monetarna. Polityka fiskalna jest bardziej wrażliwą politycznie kwestią i jej koordynowanie na poziomie globalnym znacznie trudniejsze[64].

Wobec napięć wynikających z nierównowag globalnych, najwięcej uwagi przyciąga możliwość i mechanizm koordynacji polityki kursowej. A. Banchs i inni[65] uzasadniają potrzebę skoordynowanej interwencji kursowej asymetrią msw i współistnieniem krajów RIEs i REEs. Zgodnie z taką percepcją, bank centralny kraju emitującego walutę rezerwową (np. FED) nie może wpłynąć na deprecjację waluty krajowej w stosunku do walut krajów REEs za pośrednictwem obniżki stóp procentowych, ponieważ nie utrzymuje wystarczającego zasobu rezerw walutowych (np. RMB), aby ustanowić cenę odniesienia (*target price*). Takie dostosowanie wymaga więc międzynarodowej koordynacji (lub nacisków politycznych). Jednakże, nie jest tak już w przypadku kursów walut stanowiących waluty rezerwowe (np. euro/USD), które są determinowane głównie siłami rynkowymi i różnicami w poziomie stóp procentowych.

4.2. Doświadczenia gospodarki światowej z koordynacją polityk makroekonomicznych

Należy uznać, że system z Bretton Woods odegrał istotną rolę w tworzeniu zrębów międzynarodowej koordynacji. Jednakże rola ta przejawiała się bardziej w manifestowaniu konieczności powstrzymywania się krajów od polityki *beggar-thy-neighbour* (poprzez manipulowanie kursem walutowym) aniżeli w angażowaniu się w działania promujące sprawne funkcjonowanie msw.

W ramach systemu wielodewizowego gospodarka światowa ma pewne doświadczenia z procesami skoordynowanego zarządzania nierównowagami. Należy tu wspomnieć dwa porozumienia z lat 80., wynikające w głównej mierze z kształtowania się kursów walutowych w okresach narastających nierównowag globalnych.

We wrześniu 1985 r. kraje G5 (Francja, Niemcy, USA, Japonia, Wielka Brytania) zawarły tzw. Porozumienie Plaza (*Plaza Accord*), stwierdzając, że „istnieją duże nierównowagi zewnętrzne stanowiące potencjalny problem", w szczególności zaś „kurs USD nie odzwierciedla prawidłowo zmian fundamentów ekonomicznych". W ramach porozumienia uznano, że kursy walutowe

[64] K. Pilbeam, *International Finance*, City University, London 1998. Wyrazem tego są trudności z tworzeniem systemu koordynującego krajowe polityki fiskalne w ramach UGiW.

[65] A. Banchs, L. Mollejas, *International monetary asymmetries and the central bank*, „Journal of Post Keynesian Economics", Spring 2010, vol. 32, no. 3.

powinny odgrywać wiodącą rolę w procesach dostosowawczych. Banki centralne krajów G5 rozpoczęły skoordynowane interwencje walutowe, mające na celu osłabienie wartości USD. Część Porozumienia Plaza stanowiło także indywidualne zobowiązanie krajów do prowadzenia określonej polityki wewnętrznej. USA zobowiązały się do ograniczenia deficytu budżetowego, Niemcy do redukcji podatków, a Japonia do „dalszego otwierania rynku wewnętrznego na zagraniczne towary i usługi" oraz realizowania polityki stymulującej popyt wewnętrzny, prowadzącej do zwiększenia konsumpcji i inwestycji, m.in. poprzez zwiększanie dostępności kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych.

W efekcie Porozumienia z Plaza jen uległ aprecjacji w stosunku do USD, zaś nadwyżka płatnicza zaczęła się redukować. Jednakże, nadwyżka handlowa Japonii z innymi krajami pozostała wysoka, korekta kursowa nie była w stanie jej zredukować, co doprowadziło do zewnętrznych nacisków na ekspansję popytu wewnętrznego. Aprecjacji w stosunku do USD uległa także marka niemiecka, zaś USD ulegał deprecjacji przez cały 1986 r. Zakres, w jakim Porozumienie z Plaza przyczyniło się bezpośrednio do deprecjacji USD, pozostaje jednak dyskusyjny.

W tzw. Porozumieniu z Louvre z 1987 r. rządy i banki centralne głównych krajów uprzemysłowionych (G7) zgodziły się, że deprecjacja USD jest już zbyt głęboka oraz że „kursy walut odzwierciedlają fundamenty ekonomiczne". Porozumienie miało na celu „współpracę dla dalszego utrzymywania kursów walutowych wokół bieżących poziomów". Porozumienie zostało wsparte niepublikowaną umową dotyczące stabilizowania kursów walutowych, utrzymywania USD w 5-procentowym paśmie wahań wobec DEM i jena[66]. Jednocześnie zaakcentowano rolę dostosowań makroekonomicznych[67]. Rynki jednak zignorowały porozumienie i trend deprecjacyjny USD zatrzymał się dopiero kilka miesięcy później, kiedy System Rezerwy Federalnej podniósł stopy procentowe, a w ślad za nim inne banki centralne. Doświadczenie to wykazało, że warunkiem sukcesu koordynacji międzynarodowej jest uznanie jej przez rynki finansowe za wiarygodną.

---

[66] Y. Funabashi, *Managing the dollar: from the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, Washington 1989. Porozumienie składało się z „pierwszej linii obrony", polegającej na dobrowolnych interwencjach walutowych jena i marki w paśmie +/–2,5% wokół kursów bazowych wobec USD, oraz na ustanowieniu „drugiej linii obrony" (obowiązkowych konsultacjach w celu działań dostosowawczych w sytuacji osiągnięcia 5-procentowego odchylenia od ustalonego kursu jena i marki wobec USD).

[67] Np. Japonia miała „prowadzić politykę fiskalną i monetarną mającą na celu pobudzenie popytu wewnętrznego, przyczyniającą się do zredukowania nadwyżki zewnętrznej".

5. Rola krajów nadwyżkowych w procesie dostosowawczym – koncepcje historyczne

W toku ewolucji międzynarodowych stosunków gospodarczych dwukrotnie powstawały koncepcje stworzenia multilateralnych mechanizmów dyscyplinujących kraje nadwyżkowe do przeprowadzenia procesów wyrównawczych. Wspólną cechą obu koncepcji była idea finansowego obciążenia kraju nadwyżkowego.

5.1. Koncepcja J. Keynesa

W latach 40 XX w., w ramach negocjacji dotyczących kształtu przyszłego, powojennego msw, J. Keynes szczególnie zainteresował się rolą krajów nadwyżkowych w globalnych dostosowaniach. Jego propozycja utworzenia unii clearingowej (*clearing union*) opierała się na założeniu, że wobec dużych globalnych nierównowag płatniczych, ciężar dostosowawczy powinny ponosić zarówno kraje nadwyżkowe, jak i deficytowe. Wynikało to z negatywnych doświadczeń funkcjonowania msw w okresie międzywojennym. J. Keynes doszedł bowiem do wniosku, że system, w którym kraje nadwyżkowe mogły sterylizować akumulacje rezerw walutowych w nieograniczonym zakresie, powodował poniesienie całego ciężaru dostosowawczego przez kraje deficytowe i tworzył podatność na deflację.

Według J. Keynesa zdolność systemu waluty złotej do przywracania równowagi płatniczej poprzez dostosowania cen relatywnych funkcjonowała sprawnie w zasadzie tylko w dwóch okresach: podczas inflacji waluty srebrnej w XVI w. oraz kiedy międzynarodowe inwestycje koncentrowały się w Londynie w okresie od końca XIX w. do I wojny światowej. Sprawność systemu waluty złotej w drugim przypadku wynikała z faktu, że pożyczki były wykorzystywane do celów produkcyjnych, tworząc nowe źródła dochodów mogących obsługiwać zaciągnięte pożyczki, zaś nadwyżka płatnicza Wielkiej Brytanii prowadząca do wzrostu inwestycji zagranicznych oznaczała, że ciężar uruchamiania procesu dostosowawczego spadał na kraj wierzycielski. Sukces sprawnego procesu dostosowawczego wynikał więc *z* transferu obowiązku uruchomienia procesu – z kraju dłużniczego na wierzycielski[68].

Koncepcja utworzenia międzynarodowej unii clearingowej miała na celu równomierne ponoszenie ciężaru dostosowawczego przez wszystkie kraje oraz przez czynnik kapitału i pracy, upatrując w tym sposobu na podtrzymanie

[68] J. Williamson, *Getting surplus countries to adjust*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, January 2011.

globalnego popytu. Koncepcja ta opierała się stabilizowaniu wielostronnej pozycji płatniczej każdego kraju członkowskiego unii. Finansowanie nierównowag płatniczych następowałoby za pomocą jednostki rozrachunkowej – bankora (*a unit of account*). Każdy kraj członkowski miałby przyznaną kwotę (wyrażoną w bankorze) w ramach unii, stanowiącą równowartość połowy średniej wartości całkowitego handlu w ostatnich pięciu przedwojennych latach. Kraj mógłby pożyczać sumę odpowiadającą przyznanej kwocie poprzez generowanie wielostronnych deficytów lub mógłby akumulować bankor w drodze wielostronnych nadwyżek. Oczywiście, warunkiem sprawności funkcjonowania unii było akceptowanie bez limitowych transferów bankora, zamiast złota lub walut narodowych.

Nadmierne nierównowagi (zarówno w kierunku nadwyżki, jak i deficytu) byłyby obciążane płatnościami odsetkowymi. Zgodnie z tymi założeniami, kraje nadwyżkowe akumulowałyby zasoby bankora, zaś z tytułu posiadania nadmiernego zasobu bankora byłyby obciążone odsetkami[69]. Jeśli równowaga płatnicza kraju odchyliłaby się w zbyt dużym stopniu od wyznaczonego pierwotnie poziomu zasobu bankorów, kraj byłby poddany naciskom dostosowawczym.

Zgodnie z koncepcją J. Keyenesa kraje nadwyżkowe podlegałyby więc trzem formom nacisków prowadzących do uruchomienia procesów wyrównawczych:

1. Płatnościom odsetkowym w sytuacji nadmiernej skumulowanej nadwyżki. Ta forma miała mieć charakter najbardziej regularnego mechanizmu.
2. Rewaluacji waluty (np. w sytuacji, gdy zasoby bankora przekroczą 150% kwoty, kraj byłby zobowiązany do dokonania 5% rewaluacji).
3. Zastosowaniu polityk dostosowawczych zgodnie z zaleceniami ponadnarodowymi.

Koncepcja ta przyznawała zatem środowisku międzynarodowemu prawo do wymuszania na kraju nadwyżkowym aprecjacji waluty.

Największy wówczas kraj nadwyżkowy – USA – zawetowały propozycję i zaproponowały alternatywę dla włączania krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze, w postaci klauzuli waluty deficytowej.

5.2. Koncepcja P. Volckera

Drugi raz okazja do włączenia krajów nadwyżkowych w ciężar dostosowawczy nierównowag powstała w ramach negocjacji nad reformowaniem msw w 1972 r., kiedy delegacja amerykańska pod przewodnictwem P. Volckera zaproponowała, aby wszystkie kraje miały przypisany „wskaźnik rezerw”

[69] Np. kraj nadwyżkowy byłby obciążony 5% odsetkami, gdyby zasób bankorów przekroczył 125% kwoty, i 10% odsetkami, gdyby przekroczył 150%.

(„*reserve indicator*"). Jego mechanizm konstruowania nie został jasno sformułowany w planie (m.in. rekomendowano mechanizm ustalenia wskaźnika proporcjonalnego do kwoty udziałowej w MFW oraz opartego na historycznych poziomach rezerw kraju), jednak ich suma miała odpowiadać wartości światowych zasobów rezerw. W sytuacji, gdyby krajowy poziom rezerw przekraczał (lub nie osiągał) wskaźnika rezerw w wyznaczonym zakresie (skonstruowane dwa punkty ostrzegawcze, tzw. *outer point* i *low point*), kraj byłby zobligowany do wdrożenia efektywnych narządzi korekty. Preferowanym mechanizmem dostosowawczym w przypadku krajów nadwyżkowych była rewaluacja waluty, jednak – alternatywnie mogły być zastosowane inne narzędzia w postaci pobudzania popytu lub stymulowania długoterminowych odpływów kapitału. Forma polityki dostosowawczej była pozostawiona dyskrecjonalnej decyzji danego kraju. Plan Volckera przewidywał także instrumenty bodźcujące kraje nadwyżkowe do przeprowadzenia polityki dostosowawczej, takie jak:

– utrata przynależnych krajowi alokacji SDRów,
– nałożenie podatku importowego na eksport pochodzący z krajów nadwyżkowych,
– opodatkowanie nadwyżkowych rezerw.

Plan ten nie został wdrożony, gdyż Niemcy – jako główny wówczas kraj nadwyżkowy – zawetowały tę koncepcję.

6. Doświadczenia gospodarki światowej z procesami dostosowawczymi

6.1. Doświadczenia z procesami dostosowawczymi krajów deficytowych

Teoretyczne rozważania nad procesami dostosowawczymi w krajach deficytowych prowadzą do wniosku, że niezbędna jest realna deprecjacja kursu walutowego i spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Szeroko zakrojone badania empiryczne nad historycznymi epizodami korekty nierównowagi potwierdzają kluczową rolę zmian kursu i spowolnienia wzrostu gospodarczego. Badania polegają na wyodrębnieniu kilku/kilkunastu epizodów korekty nierównowagi w danym okresie czasu i różnią się:

– definiowaniem epizodu dostosowawczego,
– uwzględnieniem kategorii krajów (rozwinięte, *emerging markets* i rozwijające się),
– stopniem uznania progu dostosowawczego.

C. Freund na podstawie 25 epizodów dostosowawczych z okresu 1980–1997 wykazuje, że średnio proces dostosowawczy uruchamiał się, kiedy deficyt

CA osiągał 5% PKB. Głównymi mechanizmami dostosowań były spadający wzrost dochodu i realna deprecjacja waluty, część procesu dostosowawczego stanowił także wzrost eksportu i spadająca stopa inwestycji. Wyniki badań prowadzą do wniosku, że dostosowania w krajach uprzemysłowionych są odzwierciedleniem cyklu koniunkturalnego, jednak przewidzenie dokładnego momentu uruchomienia procesów korekty jest niemożliwe[70].

Badania empiryczne przeprowadzone przez MFW dotyczące korekty deficytów CA w oparciu o 42 epizody w krajach rozwiniętych z ostatnich 40 lat także potwierdzają przewidywania teoretyczne. Procesowi korekty z reguły towarzyszyła zarówno realna deprecjacja waluty krajowej, jak i spowolnienie wzrostu gospodarczego. Realna deprecjacja zaczynała się z reguły jeszcze przed dostosowaniem zewnętrznym. Jednocześnie w sytuacji, kiedy korekcie deficytu CA towarzyszyła znaczna zmiana realnego kursu walutowego, kraje doświadczały mniejszego wpływu korekty na wzrost. Sugeruje to, że powodowane siłami rynkowymi dostosowanie realnego kursu walutowego może odegrać istotną komplementarną rolę w stosunku do przekierowania popytu (*rebalancig of demand*) w procesie korekty. Dodatkowo, oprócz znaczenia dostosowania kursowego dla obniżenia kosztu dostosowawczego, istotną rolę odegrały także polityki makroekonomiczne i strukturalne. Epizody korekty, w których nie było istotnego spowolnienia wzrostu, opierały się także na konsolidacji fiskalnej i znacznym wzroście stóp oszczędności, co pozwoliło stopom inwestycji na kontynuowanie wartości sprzed korekty[71].

Badania takie, mimo że ich wnioski pokrywają się z przewidywaniami teoretycznymi, ukrywają wysoki stopień heterogeniczności procesów dostosowawczych.

W celu dokładniejszej analizy komplementarnej relacji między deprecjacją realną a spowolnieniem wzrostu B. Algieri i inni[72] zbadali 71 epizodów dostosowawczych, wyróżniając trzy grupy:

– pierwsza grupa (36 epizodów) – „dostosowania wewnętrzne" (*internal adjustment*) nastąpił spadek wzrostu realnego PKB, ale bez większej deprecjacji realnego kursu walutowego (lub nieznaczna aprecjacja). Termin „dostosowanie wewnętrzne" oznacza, że poprawa salda CA nastąpiła w wyniku spowolnienia popytu wewnętrznego, co wynika z faktu, że pogłębianie deficytu przed korektą było skutkiem głównie wysokiego popytu wewnętrznego. Zmiany cen aktywów także odgrywają istotna rolę w procesach dostosowawczych, procesowi korekty towarzyszy spadek inflacji cen aktywów;

---

[70] C. Freund, *Current account adjustment in industrialized countries*, „Journal of International Money and Finance" 2005, vol. 24, no. 8.

[71] *Exchange rate and the adjustment of external imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2007.

[72] B. Algieri, T. Bracke, *Patterns of current account adjustment. Insights from past experience*, ECB Working Paper, no. 762/June 2006.

– druga grupa (17 epizodów) – „dostosowania zewnętrzne" (*external adjustment*) – nastąpiła deprecjacja realnego kursu walutowego, lecz bez większej zmiany w realnym PKB (a nawet niewielki wzrost PKB). Termin „dostosowanie zewnętrzne" oznacza, że korekta CA jest możliwa poprzez poprawę konkurencyjności kraju w następstwie korekty kursowej, co prowadzi do wzrostu eksportu netto. Wzrost eksportu jest bodźcem dla wzrostu gospodarczego i tłumaczy brak spowolnienia wzrostu w tej grupie krajów.

– trzecia grupa (18 epizodów) – „dostosowania mieszane" (*mixed adjustment*) – wystąpiła kombinacja wolniejszego wzrostu gospodarczego i deprecjacji realnego kursu. Spowolnienie wzrostu jest z reguły większe niż w dostosowaniu wewnętrznym, zaś deprecjacja kursu większa niż w dostosowaniu zewnętrznym. Korekta deficytu odzwierciedla zarówno zawężenie popytu wewnętrznego (zatem mniejszy popyt krajowy na zagraniczne towary), jak i poprawę konkurencyjności kraju (stąd zwiększony zagraniczny popyt na towary krajowe).

Heterogeniczność procesów dostosowawczych przejawia się także w odmiennym kształtowaniu się *terms of import*, *terms of eksport*, komponentów popytu krajowego, zmiennych finansowych.

Idąc krok dalej, B. Algieri i inni[73] wyodrębniają czynniki determinujące typ dostosowań. Dochodzą do wniosku, że wymienione trzy typy procesów dostosowawczych występują w miarę równomiernie między krajami, co sugeruje, że proces dostosowawczy nie jest funkcją wielkości kraju, stopnia otwartości gospodarki, stopnia industrializacji kraju, nie ma także charakteru dostosowania regionalnego. Jest w głównej mierze funkcją problemów ekonomicznych danego kraju. Najczęściej występujące – dostosowanie wewnętrzne – z reguły dotyczy krajów będących na zaawansowanym etapie cyklu gospodarczego i doświadczających wysokiego popytu wewnętrznego, ma zatem bardziej cykliczny charakter. Dostosowanie zewnętrzne częściej występuje w sytuacji niedoszacowanego kursu walutowego, zaś dostosowanie mieszane w krajach, które cechuje kombinacja niedoszacowanego kursu walutowego (wskazująca na potrzebę dostosowania zewnętrznego) i symptomów przegrzania gospodarki (wskazująca na potrzebą dostosowania wewnętrznego).

Kolejne, warte przytoczenia badania, przeprowadzone zostały przez MFW[74] w odniesieniu do 12 epizodów trwałych deficytów (interpretowanych jako deficyt CA > 4% PKB utrzymujący się przez 3 lata z rzędu) odnotowywanych przez 21 krajów uprzemysłowionych (będących małymi otwartymi gospodarkami) w okresie 1973–2001, z zastosowaniem technik regresji, w celu zbadania znaczenia różnych czynników w determinowaniu odpowiedzi na deficyt CA lub korektę deficytu.

---

[73] *Ibidem.*

[74] *Essays on trade and finance*, IMF, World Economic Outlook, September 2002.

Badania te prowadzą do następujących wniosków:

– duże deficyty z reguły nie są w długim okresie *sustainable*. Po okresie 3 lat trwania deficytu średnio kraje doświadczały poprawy CA rzędu 2 punktów procentowych PKB przez kolejne 3 lata. Towarzyszyła temu znaczna deprecjacja realnego kursu walutowego i spadek wzrostu gospodarczego, które zaczęły się rok lub więcej przed dostosowaniem CA (w wyniku *efektu J-curve*, jako że wolumeny eksportu i importu odpowiadają powoli na deprecjację kursu walutowego). Z analizowanej grupy, ok. 1/4 krajów była w stanie utrzymać zaprecjonowany kurs walutowy i deficyt CA, zaś 1/4 doświadczyła bardziej gwałtownej korekty CA z deprecjacją waluty i spadkiem wzrostu gospodarczego;

– zakres dostosowań zależy od warunków wyjściowych, czynników strukturalnych (w szczególności otwartości kraju na handel) oraz prowadzonej polityki gospodarczej. Z badań regresji dotyczących determinant procesów dostosowawczych wynika, że dostosowanie CA (deprecjacja realnego kursu walutowego) jest tym większe, im większy był wyjściowy deficyt (realna aprecjacja), im bardziej zamknięta gospodarka, im bardziej ekspansywna wynikająca z dostosowania polityka fiskalna. Dla kontrastu, wpływ na wzrost realnego PKB wydaje się w dużej mierze niezależny od tych czynników. Ponadto z badań wynika, że wpływ realnych krótkoterminowych stóp procentowych jest prawie zawsze mały i nieistotny. Wniosek, że mniej otwarta gospodarka wymaga większych dostosowań kursowych, nie pokrywa się zatem z wnioskiem wysuniętym z badań B. Algieri i innych[75].

Częstym punktem odniesienia dla mechanizmów procesu korekty deficytu CA są doświadczenia USA. Korekta deficytu CA w USA w latach 80. pozwala wysunąć następujące wnioski[76]:

– korekta CA odbywa się przy spowolnieniu wzrostu gospodarczego. Również z badań C. Freunda i innych[77] wynika, że dostosowanie CA rzędu 1 punktu procentowego powoduje spowolnienie wzrostu PKB ok. 0,15 punktu procentowego, trend ten utrzymuje się przez pierwsze trzy lata;

– korektom CA towarzyszą z reguły silne deprecjacje walut, w niektórych przypadkach prowadzące do kryzysów walutowych. Z badań C. Freunda i innych wynika, że dostosowania kursowe są większe, jeśli deficyt CA służył finansowaniu konsumpcji, aniżeli w przypadku finansowania inwestycji. Jest to zgodne z modelami tradycyjnymi, które przewidują, że w sytuacji braku inwe-

[75] *Exchange Rate…*

[76] J. Gregorio, *Global imbalances and exchange rate adjustment*, „Documentos de Politica Economica", Banco Central de Chile, no. 15/2005.

[77] C. Freund, F. Warnock, *Current account deficits in industrial countries: the bigger they are, the harder they fall?*, paper presented at the NBER Conference on G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, 2005.

stycji w sektorze *tradables*, większa deprecjacja jest potrzebna w celu realokacji zasobów dla przywrócenia równowagi zewnętrznej.

Dodatkowo, z badań C. Freunda i innych płynie ciekawy wniosek: nie jest oczywiste, że w przypadku krajów odnotowujących uporczywe deficyty, mających duże ujemne pozycje inwestycyjne, doświadczających większych krótkoterminowych przepływów kapitałowych lub będących mniej otwartymi gospodarkami, w procesie korekty nastąpi większa akomodacja deficytu poprzez głębsze dostosowanie kursowe lub większe spowolnienie wzrostu. Jest to spójne z wcześniejszymi badaniami empirycznymi wykazującymi, że generalnie, dostosowaniom na rachunkach CA towarzyszy niski wzrost dochodu i realna deprecjacja. C. Freund i inni podkreślają przy tym, że dla procesu dostosowawczego kluczowy jest rozmiar deficytu i zakres, w jakim służył finansowaniu konsumpcji.

Z kolei S. Edwards zwraca uwagę, że korekta deficytu CA w USA w latach 1987–1991 była znaczna, lecz stopniowa. Charakteryzowała ją: deprecjacja USD, wzrost inflacji, wyższe stopy procentowe, spowolnienie wzrostu PKB, wzrost stopy bezrobocia[78].

Kolejne badania analizują mechanizm korekty deficytu CA w kontekście ewolucji msw. M. Adalet i inni[79] dokonali analizy częstotliwości, znaczenia i efektów procesów korekty CA w okresie goldstandardu (1880–1914), okresu międzywojennego (1919–1939), Bretton Woods (1945–1970) i okresu „po Bretton Woods" (1972–1997). Wykorzystując analizę regresji, zbadali, w jakim stopniu różnice w procesach dostosowawczych w badanych okresach należy przypisać cechom charakterystycznym poszczególnych krajów i międzynarodowemu środowisku gospodarczemu. Wyniki badań potwierdzają, że goldstandard i okres od 1970 r. różnią się zasadniczo od siebie: w okresie goldstandardu korekty były mniejsze, rzadsze i mniej gwałtowne.

Niektórzy autorzy włączają do analizy rolę czynników finansowych. De Haan i inni wykazują, że większy stopień otwartości finansowej obniża prawdopodobieństwo dostosowań na rachunku CA w przypadku krajów OECD[80]. Z kolei C. Freund i inni badają kompozycję przepływów finansowych, ale nie znajdują w niej związku z mechanizmem dostosowań CA[81].

---

[78] S. Edwards, *The end...*

[79] M. Adalet, B. Eichengreen, *Current account reversals: always a problem?*, [w:] R. Clarida, *G7 current account…*

[80] De Haan i in., *What do current account reversals in OECD countries tell us about the US case?*, DNB Working Paper Series, no. III, August, DeNederlandsche Bank, Amsterdam 2006.

[81] C. Freund, F. Warnock, *Current account deficits in industrial countries: the bigger they are, the harder they fall?*, [w:] R. Clarida, *G7 current account…*

Tabela 11. Wybrane prace empiryczne dotyczące korekty deficytu na rachunku CA

Autor	Definicja	Próba	Metodologia	Wyniki
1	2	3	4	5
Milesi--Ferretti i Razin (2000)	Redukcja CAD co najmniej o 3(5) punktów procentowych PKB w okresie 3 lat z zachowaniem 3 lat przed korektą Maksymalny deficyt po korekcie nie może być większy niż minimalny deficyt w 3 latach poprzedzających korektę Średni deficyt musi być zredukowany przynajmniej o 1/3	105 krajów o niskim i średnim dochodzie 1970–1996	Wyodrębnia czynniki ekonomiczne przed i po korekcie Estymacja modelu Probit o wielu zmiennych dla określenia determinant korekty Estymacja modelu dla określenia PKB i wzrostu eksportu 3 lata po korekcie	Zarówno czynniki krajowe, jak i zewnętrzne wpływają na prawdopodobieństwo korekty Kraje o mniejszym stopniu aprecjacji realnego kursu, wyższych inwestycjach i otwartości przed korekt, odnotowują większy wzrost po korekcie Korekty nie wykazują systematycznego związku ze spowolnieniem wzrostu
Edwards (2002)	Redukcja deficytu przynajmniej o 3 punkty procentowe PKB w ciągu roku Redukcja deficytu przynajmniej o 3 punkty procentowe PKB w okresie 3lat	149 krajów: 1970–1997	Estymacja modelu w celu zbadania determinant korekty i jej wpływu na wzrost gospodarczy i inwestycje	Korekta CA ma negatywny wpływ na zagregowany poziom inwestycji i wzrost PKB *per capita*
Edwards (2005)	Redukcja deficytu o przynajmniej 4 punkty procentowe PKB w 1 roku Redukcja deficytu o przynajmniej 6 punktów procentowych w okresie 3 lat	157 krajów: 1970–2001	Empiryczna analiza determinant korekty i jej wpływu na wzrost gospodarczy Rozróżnia wpływ korekty na kraje duże i analizuje wpływ na nierównowagę CAD w USA	Potwierdza wcześniejsze badania, że korekta redukuje wzrost gospodarczy Negatywny wpływ korekty na wzrost wynosi 2,1–1,4 punktu procentowego w krajach uprzemysłowionych (w pierwszym roku po korekcie)

Tabela 11. (cd.)

1	2	3	4	5
Debelle i Galati (2005)	Redukcja deficytu o przynajmniej 2 punkty procentowe PKB w okresie 3 lat	21 krajów uprzemysłowionych: 1974–2003	Analiza 21 epizodów przed i po korekcie, z zastosowaniem kontrolnej grupy państw, których deficyt CA powiększył się, ale nie uległ korekcie w następnym roku W przeciwieństwie do podobnych badań, analizuje dynamikę rachunku finansowego w trakcie korekty Bada korektę CA w USA w latach 80.	Nie znajduje dowodu stałego związku między dostosowaniem i wzrostem produkcji i zmianami kursu Nie wykazuje oczywistego związku między korektą a zachowaniem przepływów kapitałowych Doświadczenia USA w latach 80. istotnie różnią się w stosunku do podobnych epizodów innych krajów uprzemysłowionych, szczególnie w odniesieniu do roli przepływów sektora oficjalnego
Freund i Warnock (2005)	Deficyt przekracza 2% PKB przed korektą Redukcja deficytu o przynajmniej 2 punkty procentowe PKB przez okres 3lat Maksymalny deficyt w ciągu 5 lat po korekcie nie większy niż minimalny w okresie 3 lat przed korektą	Kraje OECD o wysokim dochodzie: 1980–2003	Estymacja modelu o wielu zmiennych dla 26 epizodów korekty dla zbadania wpływu korekty na relatywny wzrost PKB, realny kurs walutowy, zakres, w jakim deficyt jest rozwiązany w okresie 3 lat po korekcie Włącza rolę rozmiaru deficytu, uporczywości deficytu, kompozycji wydatków, otwartości, aktywów zagranicznych netto	Korekcie towarzyszy zazwyczaj niski wzrost gospodarczy i realna deprecjacja Znajduje słabe potwierdzenie, że wraz z uporczywością deficytu wzrasta ujemna pozycja inwestycyjna. Im większe krótkoterminowe przepływy kapitału lub mniejsza otwartość, wzrasta wpływ korekty na wzrost i dostosowanie kursowe
Adler i Eichengreen (2005)	Redukcja deficytu o przynajmniej 2 (3) punkty procentowe PKB pomiędzy pierwszymi trzema i drugimi trzema laty	49 krajów: 1880–1988	Mierzy częstotliwość, znaczenie i skutki korekty dla rożnych okresów Model estymujący konsekwencje korekty deficytu dla relatywnego w stosunku do	Korekty w ostatnich czasach są nadzwyczaj duże Okres goldstandardu i okres od 1970 r. znacznie się od siebie różnią

1	2	3	4	5
	Maksymalny deficyt w drugich trzech latach nie może być większy niż minimalny deficyt w pierwszych trzech latach Średni deficyt musi spaść przynajmniej o 1/3 (% PKB) pomiędzy pierwszymi trzema i drugimi trzema lgaty		globalnego wzrostu PKB w okresie trzech lat po korekcie (włączając rok korekty)	W goldstandardzie korekty były mniejsze, mniej częste i mniej nagłe
Croke, Kamin, Leduc (2005)	Deficyt przekraczający 2% PKB przed korektą Redukcja deficytu o przynajmniej 2 punkty procentowe PKB w okresie 3lat Maksymalny deficyt w okresie 5 lat po korekcie nie był większy niż minimalny w okresie 3 lat przed korektą Deficyt zredukowany przynajmniej o 1/3	23 epizody korekty w krajach uprzemysłowionych od 1980 r.	Kształtowanie się kluczowych zmiennych ekonomicznych przed i po korekcie Rozróżnia między epizodami w zależności czy nastąpił wzrost czy redukcja wzrostu gospodarczego	Spowolnienie wzrostu w epizodach o zacieśnionej polityce gospodarczej odzwierciedla raczej czynniki cykliczne niż odpowiedź na korektę Epizodom zacieśniania polityki nie towarzyszyła znaczna deprecjacja realna, wzrost realnych stóp procentowych, lub spadek realnych cen aktywów

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Rolę przepływów kapitałowych w procesach dostosowawczych włączyli do swojej analizy G. Debelle i inni[82] Wykazali brak oczywistej zmiany w naturze (strukturze) przepływów kapitału w okresie poprzedzającym korektę CA, z wyjątkiem utrzymywania waluty i depozytów przez nierezydentów. Może to sugerować, że korekta CA jest bardziej zjawiskiem endogenicznym (stanowi

[82] G. Debelle, G. Galati, *Current account*…

odpowiedź na korektę krajowych nierównowag) niż egzogenicznym, gdzie rozmiar deficytu CA sam w sobie przyspiesza procesy dostosowawcze w krajowej gospodarce i kursie walutowym. Badania ekonometryczne sugerują, że czynniki globalne stymulują proces korekty nierównowag, dlatego że uruchamiają jednocześnie korektę nierównowag krajowych. Większość dostosowań *ex post* na rachunku kapitałowym dotyczyła przepływów kapitału prywatnego, głównie ze strony inwestorów zagranicznych, a nie krajowych, co ma istotne implikacje dla krajowego sektora finansowego. Wyjątkiem był proces dostosowawczy nierównowagi zewnętrznej w USA w 1987 r., gdzie istotną rolę w procesie dostosowawczym odegrały przepływy kapitału ze strony sektora oficjalnego. W przypadku USA korekcie nierównowagi towarzyszyła redukcja stanu posiadania aktywów dolarowych ze strony zagranicznego sektora oficjalnego. Taka zmiana w przepływach kapitału ze strony nierezydentów nie miała miejsca w przypadku pozostałych krajów. Również, w przeciwieństwie do doświadczeń krajów rozwijających się, w przypadku USA nie występowało zjawisko „*capital flight*" ze strony rezydentów krajowych. Wniosek ten może być niezwykle istotny z punktu widzenia mechanizmu korekty współczesnej nierównowagi globalnej.

6.2. Doświadczenia z procesami dostosowawczymi krajów nadwyżkowych

Procesy dostosowawcze w krajach nadwyżkowych są znacznie rzadziej poddawane analizie empirycznej, ze względu na mniejsze ryzyko gwałtownej korekty. Przykładem takiej analizy jest praca S. Edwardsa, dotycząca epizodów korekt nadwyżek z okresu 1970–2004. Autor definiuje je na dwa alternatywne sposoby:

– korekta 2% – definiowana jako redukcja nadwyżki CA przynajmniej o 2% PKB w ciągu roku. Dodatkowo, wyjściowa nadwyżka musi wynosić 3% PKB lub więcej;

– korekta 3% – definiowana jako zakumulowana redukcja nadwyżki CA kraju przynajmniej o 3% PKB w ciągu trzech lat. Dodatkowo, wyjściowa nadwyżka musi wynosić 3% PKB lub więcej.

Z badań przeprowadzonych przez S. Edwardsa wynika, że[83]:

– procesom korekty nadwyżek towarzyszy realna aprecjacja kursu walutowego, niewielki spadek realnych stóp procentowych, krótkoterminowe nieznaczne pogorszenie *terms of trade*. Stanowi to jednocześnie kontrast w stosun-

[83] S. Edwards, *On current account surpluses and the correction of global imbalances*, Central Bank of Chile, Working Paper, no. 440, 2007.

ku do procesów korekty deficytów CA, gdzie deprecjacja kursu, wzrost realnych stóp procentowych i spowolnienie wzrostu było bardziej wyraziste, co potwierdza tezę o asymetrii obu zjawisk;

– z doświadczeń historycznych z korektami nadwyżek nie wyłania się jednak oczywisty związek między kształtowaniem się stóp procentowych, inflacji oraz wzrostu gospodarczego po okresie korekty;

– duże i gwałtowne korekty nadwyżek są rzadkim zjawiskiem;

– historycznie, występowanie epizodów korekt nadwyżek najczęściej dotyczyło krajów Bliskiego Wschodu, najrzadziej krajów rozwiniętych.

Z kolei badania MFW[84] obejmują 36 epizodów korekt nadwyżek CA w krajach rozwiniętych, 49 epizodów w krajach *emerging markets* i 15 w krajach eksportujących ropę naftową. Z badań tych wynika wniosek, że:

– korektom nadwyżek w krajach rozwiniętych i *emerging markets* towarzyszyła realna aprecjacja walut krajowych i jeszcze istotniejszy wzrost popytu wewnętrznego;

– tylko w przypadku krajów rozwiniętych wystąpił *trade-off* pomiędzy przyspieszeniem wzrostu PKB po korekcie i aprecjacją realną kursu. W przypadku krajów *emerging markets* silniejsza aprecjacja realna nie zredukowała znaczenia przyspieszenia wzrostu PKB związanego z korektą;

– korekta w krajach eksportujących ropę naftową wynikała ze spadku cen surowca. Pogorszeniu pozycji zewnętrznej towarzyszyło zarówno znaczne spowolnienie wzrostu PKB, jak i istotna realna aprecjacja ich walut.

Obszerne badania empiryczne dotyczące mechanizmu korekty nadwyżki CA przeprowadził MFW[85] w odniesieniu do krajów rozwiniętych i *emerging markets*, w których korekta następowała głównie w odpowiedzi na zmianę polityki gospodarczej (*policy-induced reversal*). Przez taki typ korekty MFW rozumie dobrowolną aprecjację kursu lub stymulowanie polityką makroekonomiczną (fiskalną, monetarną i strukturalną). Kierowana polityką aprecjacja kursu jest definiowana tutaj jako aprecjacja rzędu co najmniej 10% w ujęciu nominalnym efektywnym w okresie 3 lat od korekty. Badania MFW obejmują 28 epizodów z okresu ostatnich 50 lat. Widać, że liczba epizodów korekt nadwyżek jest (prawie dwukrotnie) mniejsza od epizodów korekt deficytów przy zastosowaniu takiej samej definicji korekty i horyzontu czasu. Potwierdza to, że korekta deficytów, odzwierciedlająca makroekonomiczne i finansowe nierównowagi, jest często nieunikniona, podczas gdy korekta nadwyżek wynika często z decyzji polityki gospodarczej.

---

[84] *Exchange rates and the adjustment of external imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2007.

[85] *Getting the balance right: transitioning out of sustained current account surpluses*, IMF World Economic Outlook, April 2010.

Operacyjna definicja korekty nadwyżki CA podkreśla trzy kluczowe aspekty:

– okres poprzedzający korektę: w okresie 3 lat przed korektą, średnia nadwyżka musi wynosić przynajmniej 2% PKB;

– istotne zawężenie nadwyżki po korekcie: średnia nadwyżka w okresie 3 lat od roku korekty musi być przynajmniej o 2 punkty procentowe PKB niższa niż średnia nadwyżka z okresu 3 lat przed korektą

– dla zapewnienia trwałości korekty: maksymalna nadwyżka w okresie 3 lat po korekcie musi być mniejsza niż minimalna nadwyżka odnotowywana w okresie 3 lat poprzedzających korektę.

Z badań MFW płyną ciekawe wnioski:

– Po pierwsze, mimo że aprecjacja kursu walutowego odgrywała istotną rolę, polityka makroekonomiczna, stymulująca popyt krajowy, oraz, w niektórych przypadkach, polityka strukturalna, odegrały zasadniczą rolę. W większości przypadków kurs walutowy w okresie poprzedzającym korektę był niedoszacowany, korekta zatem zredukowała zakres niedoszacowania. W ponad połowie epizodów korekt nastąpiła aprecjacja zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym efektywnym. Co istotne, aprecjacja była tym większa, im większe było estymowane niedoszacowanie przed korektą. Po okresie korekty nie następowała istotna zmiana w kierunku bardziej elastycznych reżimów kursowych. Jedną z obaw decydentów politycznych związanych z procesem korekty nadwyżki CA jest możliwość doprowadzenia do *overshootingu* kursu walutowego, jednak z badań MFW wynika, że wystąpił on jedynie w 1/3 przypadków i był nieznaczny[86].

– Po drugie, korektom nie towarzyszył niższy wzrost gospodarczy. Aprecjacja realna prowadziła co prawda do spowolnienia wzrostu, jednak inne czynniki (wewnętrzne, jak stymulowanie makroekonomiczne i zewnętrzne, wysoki globalny wzrost czy liberalizacja handlu) neutralizowały ten niekorzystny efekt. Dodatkowo, w niektórych przypadkach sektor *tradables* odpowiadał na aprecjację poprzez polepszenie jakości swoich produktów (*higher export quality ladder*). Potwierdza to przewidywania teoretyczne, że wzrost po korekcie jest funkcją wielu czynników, kurs walutowy jest jedynie jednym z nich. Redukcja nadwyżki CA nie musi oznaczać obniżenia wzrostu gospodarczego.

– Po trzecie, całkowite zatrudnienie wzrosło nieznacznie w okresie korekty, gdyż przyrost zatrudnienia w sektorze *nontradables* pokrył z nadwyżką spadek zatrudnienia w sektorze *tradables*.

– Po czwarte, w niektórych przypadkach makroekonomiczna stymulanta zmierzająca do zneutralizowania recesyjnego wpływu aprecjacji była nadmierna,

[86] Fakt, że efekt *overshootingu* w trakcie korekty nadwyżek występuje rzadziej niż w trakcie korekty deficytów, wynika z faktu, że kraje nadwyżkowe mogą kontrolować tempo aprecjacji poprzez różnicowanie tempa akumulacji aktywów rezerwowych. W przeciwieństwie, krajom deficytowym często brak wystarczającego zasobu rezerw dla obrony kursu podczas korekty, co powoduje, że kontrolowanie tempa deprecjacji jest znacznie trudniejsze.

prowadząc do przegrzania gospodarki i boomów na rynku cen aktywów. Wskazuje to, że przeszacowanie potencjalnej roli aprecjacji kursu dla osłabienia wzrostu może niebezpiecznie przełożyć się na nadmierne stymulowanie zagregowanego popytu poprzez ekspansję monetarną i/lub fiskalną.

Procesowi korekty towarzyszyła z reguły zarówno znaczna redukcja oszczędności, jak i wzrost inwestycji. W większości przypadków nastąpił wzrost importu, zaś eksport pozostał na niezmienionym poziomie. Dużą rolę odegrały reformy strukturalne prowadzące do szybszego wzrostu w sektorze *nontradables*.

7. Podsumowanie

Analiza prowadzona w rozdziale II koncentruje się wokół problemu efektywności mechanizmów dostosowawczych w nierównowagach globalnych. Przedstawiając historyczne doświadczenia gospodarki światowej ze stanami nierównowag globalnych, wykazuję, że w żadnym z wyodrębnianych epizodów nie istniały sprawne i symetryczne mechanizmy dostosowawcze. Problem z mechanizmami dostosowawczymi polega bowiem nie tylko na efektywności ich działania, a więc sprawności w przywracaniu stanów równowagi płatniczej, lecz także na zapewnieniu ich symetryczności, rozumianej jako ponoszenie ciężaru dostosowawczego zarówno przez kraje deficytowe, jak i nadwyżkowe. W moim przekonaniu, na żadnym z etapów ewolucji msw nie były spełnione oba warunki. Paradoksalnie, nawet system waluty złotej, mimo że w literaturze dotyczącej mechanizmów dostosowawczych jest podawany jako przykład systemu opartego na funkcjonowaniu sprawnego, automatycznego mechanizmu dostosowawczego, po bliższej analizie okazuje się systemem asymetrycznym. Problem asymetrii dostosowawczej, przejawiający się w trudności z narzuceniem ciężaru dostosowawczego na kraje nadwyżkowe, był wielokrotnie podejmowany (plan Keyenesa, Volckera, klauzula waluty deficytowej), jednak nie doczekał się trwałej implementacji. Prowadzi to do konkluzji, że wobec zablokowania mechanizmów dostosowawczych, w tym braku sprawności mechanizmu kursowego, taki kierunek działań, jakim byłoby skuteczne włączenie krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze, może stanowić istotny wkład w problem rozwiązania współczesnych nierównowag globalnych. Jest to jednak bardzo trudne do osiągnięcia ze względu na rozbieżne interesy uczestników gospodarki globalnej. Wskazuje, jak trudnym obszarem zarządzania nierównowagami jest instytucjonalizacja zasad funkcjonowania msw.

Mając na uwadze powyższe, jak również istniejące obecnie bariery dla automatycznych procesów dostosowawczych oraz niechęć krajów do wdrażania

polityki dostosowawczej, pewnym rozwiązaniem może być forsowanie podejścia zmierzającego do koordynacji polityk makroekonomicznych w skali międzynarodowej. Doświadczenia historyczne wykazują jednak, że trudno osiągnąć trwałość (ciągłość) polityki koordynacyjnej w skali globalnej. Z perspektywy historycznej trudno także jednoznacznie ocenić efekty działań koordynacyjnych, zwłaszcza w odniesieniu do dłuższego horyzontu czasu.

W rozdziale II podejmuję próbę usystematyzowania kanałów dostosowawczych współczesnych nierównowag globalnych. Szczególną uwagę poświęcam kanałowi kursowemu, którego rola w rozwiązywaniu współczesnych nierównowag jest dyskusyjna. Stoję na stanowisku, że kanał ten jest istotnym kanałem dostosowawczym, ze względu na swoją dualną naturę, a więc zdolność korygowania nierównowagi poprzez wykorzystanie kanału handlowego i tzw. efektu wyceny.

Również przepływy kapitałowe w nierównowagach globalnych odgrywają dualną rolę – stanowią zarówno ich determinantę, jak i mechanizm korekty. Determinanty przepływów kapitału portfelowego, zwłaszcza kapitału prywatnego, są słabo rozpoznane teoretycznie (w przeciwieństwie do determinant przepływów kapitału długookresowego), zatem ich związek z nierównowagami globalnymi nie jest jednoznaczny. Bardziej oczywista jest rola kapitału oficjalnego w determinowaniu i korygowaniu nierównowag globalnych. Odpływ kapitału oficjalnego netto (zasadniczo w postaci akumulacji rezerw walutowych), będący wyrazem intencjonalnej polityki władzy monetarnej („zewnętrzna polityka finansowa"), może być istotną determinantą kształtowania się krajowych i globalnych sald na rachunku obrotów bieżących. Stanowi to niezwykle istotne spostrzeżenie z punktu widzenia rozpoznania związku przyczynowo-skutkowego między kształtowaniem się salda na rachunku obrotów bieżących a akumulacją rezerw. Dominującemu w literaturze przedmiotu poglądowi, że to nadwyżka CA generuje odpływy kapitału oficjalnego netto w postaci akumulacji rezerw, przeciwstawia się pogląd, że występowanie kanału „zewnętrznej polityki finansowej", a więc polityki kursu walutowego i preferencji kraju odnośnie do wysokości akumulowanych rezerw walutowych, może stanowić czynnik kształtujący salda CA. Związek ten jest szczególnie istotny w przypadku krajów rozwijających się, w przypadku krajów rozwiniętych badania empiryczne już nie wykazują wpływu zewnętrznej polityki finansowej na salda CA[87].

Pozwala to postawić tezę, że czynnikiem determinującym taki kierunek oddziaływań jest zakres liberalizacji przepływów kapitału i stopień substytucyjności krajowych i zagranicznych aktywów finansowych, co z kolei wpływa na

[87] Szerzej na ten temat: J. Bogołębska, *Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta salda na rachunku obrotów bieżących*, „Studia i Materiały Uniwersytetu Gdańskiego" 2013 [w druku].

efektywność polityki sterylizacyjnej. W przypadku kraju o otwartym rachunku kapitałowym, nie występuje trwałe przełożenie interwencji walutowych na saldo CA, akumulacja rezerw jest nieefektywnym instrumentem wpływania na saldo CA. Doświadczenia Japonii pokazują, że w przypadku gospodarki o otwartym rachunku kapitałowym sterylizowany wzrost rezerw będzie nieefektywny, gdyż jest równoważony odpowiednim odpływem kapitału prywatnego.

Kształtowanie się takich zależności prowadzi do następujących wniosków:

– zmniejszenie skali odpływu kapitału oficjalnego w krajach rozwijających się może stanowić zatem istotny czynnik dostosowawczy zarówno w przypadku kształtowania się krajowych, jak i globalnych sald płatniczych. Odpowiedź na pytanie, w jaki sposób można wpłynąć na zmniejszenie skali odpływu kapitału oficjalnego w krajach rozwijających się (szczególnie w odniesieniu do gospodarek azjatyckich) stanowi przedmiot rozważań podejmowanych w kolejnych rozdziałach;

– wraz z nasilaniem się globalnej tendencji do liberalizacji przepływów kapitałowych wpływ akumulacji rezerw na nierównowagi globalne powinien słabnąć. Dokonujące się procesy internacjonalizowania waluty chińskiej (*renminbi*) powinny w długim okresie sprzyjać wyciszaniu wpływu akumulacji rezerw na salda CA;

– badania empiryczne wykazują ograniczony co prawda, ale występujący wpływ polityki interwencyjnej krajów azjatyckich na saldo płatnicze USA. Z badań tych wynika, że wzrost zakupów rezerw walutowych ze strony zagranicy o 100 USD prowadzi do pogorszenia o 10 USD rachunku CA w Stanach Zjednoczonych. Sugeruje to, że polityka akumulacji rezerw zawiera w sobie element efektu zubożania sąsiada (*beggar-the-neighbour policy*).

Rozdział zamyka przegląd badań empirycznych nad procesami dostosowawczymi, w podziale na przypadki krajów deficytowych, jak i nadwyżkowych. Badania te, mimo różnorodności metodologicznej, pozwalają postawić tezę o bardziej dotkliwym przebiegu procesu korekty w przypadku krajów deficytowych, będących jednocześnie bardziej narażonymi na ryzyko gwałtownej korekty.

ROZDZIAŁ III

Koncepcje objaśniające współczesną nierównowagę globalną Osie nierównowag i ich uwarunkowania

1. Specyfika współczesnej globalnej nierównowagi płatniczej

Użyteczność odnoszenia się do historycznych doświadczeń gospodarki światowej ze stanami nierównowagi płatniczej i procesami jej korekty (prezentowane w różnych aspektach w rozdziale I i II) ogranicza specyfika współczesnego epizodu *global imbalances*[1].

T. Bracke i inni[2] wskazuje na cztery cechy charakterystyczne współczesnego zjawiska nierównowagi globalnej:

1. Wyłonienie się nowych uczestników globalnych stosunków gospodarczych, w tym gospodarek *emerging markets*, takich jak Chiny i Indie, które dawniej stanowiły peryferia globalnego handlu i przepływów finansowych, a obecnie należą do krajów szybko doganiających kraje rozwinięte.
2. Bezprecedensową falę globalizacji finansowej, z bardziej zintegrowanymi globalnymi rynkami finansowymi i zwiększonymi możliwościami międzynarodowej dywersyfikacji portfela, charakteryzującej się także asymetrycznym stopniem rozwoju rynków (*market completeness*). Na skutek globalizacji finansowej wzrosły przepływy finansowe brutto.
3. Sprzyjające globalne środowisko makroekonomiczne i finansowe, z rekordowo wysokimi globalnymi stopami wzrostu, małą zmiennością rynku finansowego (*low financial market volatility*) oraz łatwymi globalnymi warunkami finansowymi w okresie narastania nierównowagi. Szczególnie w okresie 2004–2007 globalne środowisko makroekonomiczne było bardzo stabilne, z średnimi rocznymi globalnymi stopami wzrostu sięgającymi 5%.
4. Długotrwałe naciski na wzrost cen zasobów energii i *commodities*.

Dodatkowymi cechami współczesnego zjawiska nierównowag globalnych są:

– koncentracja globalnego deficytu w jednym kraju – USA, które absorbują ok. 75% światowych oszczędności netto. Nadwyżki płatnicze są zdecydowa-

---

[1] Za „współczesny epizod nierównowag globalnych" przyjmuję w niniejszych rozważaniach narastający od połowy lat 90. XX w. stan długookresowych nadwyżek i deficytów płatniczych, zgodnie z periodyzacją dokonaną w rozdziale I.

[2] T. Bracke i in., *A framework for assessing global imbalances*, ECB Occasional Paper Series, no. 345/November 2008.

nie mniej skoncentrowane, obejmując Chiny, Japonię, azjatyckie kraje *emerging markets* i kraje eksportujące ropę naftową, oraz małe otwarte gospodarki (jak Szwecja, Szwajcaria);

– uporczywość nierównowagi – niewiele w ostatnim dziesięcioleciu jest przykładów zmiany pozycji z deficytowej na nadwyżkową i *vice versa*; kraje „trwają" w długookresowym stanie deficytowym lub nadwyżkowym.

Ponadto, T. Bracke i inni wskazują na fakt, że współczesne nierównowagi globalne nie są wyłącznie efektem swobodnie działających sił rynkowych, lecz także polityki interwencyjnej (interwencji walutowych, utrzymującego się odchylenia polityki fiskalnej od długookresowej równowagi, braku elastyczności czynnika pracy, na rynkach produkcyjnych i finansowych).

Charakteryzując wyjątkowość współczesnego epizodu nierównowag globalnych, zwraca się także uwagę na trzy aspekty[3]:

– bezprecedensową skalę (suma wszystkich deficytów na rachunku obrotów bieżących osiągnęła w 2006 r. 3% globalnego PKB, dla porównania w poprzednich okresach nasilania się zjawiska nierównowag zewnętrznych, pod koniec lat 70. i na początku 80. XX w. osiągnęły one 1,5% globalnego PKB),

– finansowy wymiar zjawiska (niespotykany wcześniej rozmiar globalnej integracji finansowej, znaczenie akumulacji rezerw walutowych jako źródła finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących USA),

– rolę czynników strukturalnych w krajach nadwyżkowych.

2. Analiza determinant współczesnych nierównowag globalnych

Analiza determinant współczesnych nierównowag globalnych zostanie przedstawiona w podziale na determinanty strukturalne i cykliczne, co odpowiada wcześniej prezentowanemu podziałowi zaproponowanemu w opracowaniu EBC.

2.1. Determinanty strukturalne

Analiza determinant strukturalnych koncentruje się na wyjaśnieniu kierunków i kompozycji międzynarodowych przepływów kapitałowych w generowaniu nierównowag globalnych. Wynika to z uznania, że najistotniejsze zniekształcenie strukturalne wynika z globalnej alokacji kapitału. Alokacja kapitału

[3] B. Algieri, T. Bracke, *Patterns of current account adjustment*, EBC, Working Paper, no. 762/2007.

w krajach *emerging markets* jest przykładem zniekształcenia, gdyż kapitał płynący od krajów rozwijających się do rozwiniętych (*uphill*), neguje klasyczną teorię przepływów kapitałowych. Wskaźnik napływów kapitału netto do PKB był w okresie 1980–2006 negatywnie skorelowany ze wskaźnikiem inwestycji do PKB w krajach *emerging markets*. Tymczasem, gdyby inwestycje i napływ kapitału były głównie kierowane skorygowanymi zmianami w stopie zwrotu z kapitału (*risk-adjusted returns to capital*), kraje, które inwestują więcej, powinny otrzymywać więcej kapitału. Zjawisko to zostało nazwane „*capital allocation puzzle*”[4].

Próbując zrozumieć istotę *capital allocation puzzle* i jego związku z nierównowagami globalnymi, należy dokonać dekompozycji przepływów kapitałowych. Okazuje się wówczas, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto przepływają z krajów rozwiniętych do rozwijających się (*downhill*), w przeciwieństwie do kapitału finansowego, płynącego w ujęciu netto *uphill*.

2.1.1. Gospodarcza i finansowa integracja w skali globalnej

Globalna integracja gospodarcza i finansowa tłumaczy częściowo wzrost przepływów kapitałowych *cross-border*, ale nie odpływu netto kapitału z azjatyckich krajów *emerging markets*.

W wyniku wzrostu otwartości gospodarek zarówno krajów uprzemysłowionych, jak i – w jeszcze większym zakresie – krajów *emerging makrets* nastąpił wzrost eksportu i importu w stosunku do PKB. Szczególnie silnie zjawisko to wystąpiło w azjatyckich krajach *emerging markets*, gdzie eksport wzrósł z 8% światowego całkowitego eksportu w 1980 r. do ponad 20% w 2005 r. Zmiany w geograficznych kierunkach handlu (wzrost roli krajów *emerging markets*, co oznacza spadek relatywnego znaczenia krajów uprzemysłowionych w udziale w handlu globalnym) nastąpiły razem ze zmianami w znaczeniu i kompozycji handlu wynikającej ze wzrostu:

- dwukierunkowego handlu wewnątrzgałęziowego,
- fragmentacji produkcji towarów przetworzonych.

Bardziej równomierna dystrybucja przepływów handlowych w gospodarce światowej powoduje lepszy podział ciężaru dostosowawczego między krajami (*burden sharing*).

Również spektakularny wzrost dotyczy przepływów kapitału finansowego. Suma globalnych aktywów i pasywów zagranicznych w stosunku do PKB, co stanowi wskaźnik otwartości finansowej, wzrosła w ostatnich latach – w przypadku krajów uprzemysłowionych z 20% w latach 70. do 120% PKB w 2005 r. W przypadku krajów *emerging markets* zasób zagranicznych aktywów i pasy-

[4] Termin wprowadzony przez P. Gourinchas i O. Jeanne, *Capital flows to developing countries: the allocation puzzle*, NBER Working Papers, no. 13 602.

wów podwoił się w stosunku do PKB w ciągu ostatnich 10 lat, osiągając poziom 40% w 2005 r.

Globalna integracja finansowa, poprzez umożliwienie dywersyfikacji ryzyka i zapewnienie efektywnej globalnej alokacji zasobów oraz poszerzenie możliwości podziału ryzyka w skali międzynarodowej (*risk sharing*), może stać się czynnikiem wzrostu globalnego.

Z drugiej strony, naturalną konsekwencją globalnej integracji gospodarczej i finansowej może być pogłębianie się nierównowag na rachunku CA, szczególnie jeśli układ cen relatywnych (np. nominalnych i realnych kursów walutowych) między regionami jest zniekształcony. Globalizacja finansowa, poprzez kierowanie inwestycji do projektów o największej stopie zwrotu, może zaburzać komplementarny związek między krajowymi inwestycjami a oszczędnościami, prowadząc do silniejszych zróżnicowań w pozycjach na rachunku CA między krajami.

Integracja finansowa w ostatnich dekadach doprowadziła do wyrównania się warunków monetarnych między krajami. Podczas gdy integracja finansowa w okresie nadpłynności globalnej może być czynnikiem ułatwiającym finansowanie inwestycji, dla krajów *emerging markets* stanowi wyzwanie dla zarządzania dużymi i zmiennymi przepływami kapitałowymi.

Dodatkowo, globalizacja finansowa umożliwia krajom eksportującym ropę naftową na wygładzanie konsumpcji w czasie. Fakt ten, wraz z możliwościami inwestycyjnymi w krajach eksportujących ropę (głównie krajach Zatoki Perskiej), powoduje, że rozbieżności na rachunkach CA mogą ulec zwiększeniu.

Efektem globalizacji finansowej jest ograniczenie zjawiska preferowania rynków krajowych (*home bias*) w decyzjach inwestycyjnych na poziomie globalnym. Spadek *home bias* ma znaczenie dla nierównowag globalnych i ich dostosowań w tym aspekcie, że determinuje zakres, w jakim bilanse CA są akomodowane przez międzynarodowe rynki finansowe. Jeśli *home bias* jest silny, globalny popyt na aktywa zagraniczne będzie niski i nieelastyczny względem cen. Z kolei, jeśli *home bias* jest słaby, popyt na aktywa zagraniczne będzie wyższy i bardziej elastyczny cenowo, zaś utrzymywanie większych pasywów zagranicznych netto mniej kosztowne.

2.1.2. Rola rozwoju systemu finansowego i instytucji

Funkcjonowanie instytucji krajowych oraz stopień rozwoju finansowego determinuje skalę przepływów kapitałowych brutto, ale w szczególności kierunek przepływów kapitałowych netto. Dla przykładu, przy słabym, nieefektywnym krajowym sektorze finansowym, wzrost produktywności może oznaczać, że zwiększone oszczędności krajowe ominą krajowy system finansowy, prowadząc do odpływu kapitału netto. Efekt ten, zwany „efektem *by-pass*" tłumaczy,

dlaczego w krajach *emerging markets* bezpośrednie inwestycje zagraniczne płyną *downhill*, zaś kapitał finansowy *uphill*. Jeśli kraj ma słabo rozwinięty system finansowy, ale średni poziom praw ochrony własności, prawdopodobnie będzie jednocześnie eksporterem netto kapitału finansowego i importerem netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Kompozycja przepływów brutto zależy zatem od relatywnej siły instytucji finansowych i poziomu ochrony praw własności.

Różnice w poziomie rozwoju i efektywności krajowych systemów finansowych tłumaczą potrzebę przepływów kapitałowych oraz ich kompozycję. Kraje o dobrze rozwiniętych systemach finansowych wykazują tendencję do niższej stopy oszczędności i akumulacji aktywów zagranicznych netto. W krajach tych widoczna jest tendencja do inwestowania w aktywa o wysokiej stopie zwrotu. W rezultacie, mogą otrzymywać dodatnie dochody z inwestycji, mimo ujemnej pozycji inwestycyjnej. Z kolei kraje o płytkich rynkach finansowych i wysokiej zmienności na rynkach finansowych wykazują tendencję do wyższej stopy oszczędności (np. w wyniku braku odpowiednich instrumentów ubezpieczeniowych), ale także wyższych odpływów kapitału, wynikających z efektu *by-pass* (z poszukiwania bardziej bezpiecznych aktywów). W przypadku tych krajów niedoskonałości finansowe (*financial imperfections*) mogą zwiększać stopę oszczędności i popyt na bezpieczne aktywa. *Financial imperfection* wynika także z niezdolności tych krajów do dostarczania bezpiecznych aktywów. Zatem środowisko integracji finansowej i niskich stóp procentowych powoduje, że kraje *emerging markets* o wysokiej stopie wzrostu inwestują w aktywa finansowe dostarczane przez kraje rozwinięte o niskiej stopie wzrostu i relatywnej przewadze w dostarczaniu instrumentów finansowych[5].

Empiryczną weryfikację znaczenia efektu *by-pass* można znaleźć w pracy C. Daude'a i innych[6]. Z badań tych wynika, że:

– kraje bogate (mierzone jako PKB *per capita*) otrzymują więcej zagranicznych inwestycji portfelowych niż kraje biedne;

– większa zmienność PKB przekłada się na wyższy poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych;

– dojrzałe finansowo gospodarki (mierzone wskaźnikiem kredytu do PKB kraju) otrzymują wyższy poziom zagranicznych inwestycji portfelowych, zaś ograniczony napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych;

– gorsza jakość instytucji (mierzona indeksem korupcji) przekłada się na relatywnie wyższy poziom napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w porównaniu z inwestycjami portfelowymi.

---

[5] R. Caballero i in., *An equilibrium model of global imbalances and low interest rates*, „American Economic Review" 2008, vol. 98.

[6] C. Daude, M. Fratzscher, *The pecking order of cross-border investment*, ECB Working Paper, no. 590/2000.

2.1.3. Wygładzenie cyklu gospodarczego w USA

Nierównowagi globalne są także postrzegane jako efekt uboczny (*by-product*) wygładzenia cyklu gospodarczego w USA. Zjawisko to, określone jako *Great Moderation*, przypisywane jest wielu czynnikom, największą wagę powszechnie „lepszej" polityce pieniężnej. Jeśli kraj doświadcza spadku zmienności cyklu gospodarczego w większym stopniu niż jego partnerzy gospodarczy, relatywna skłonność do akumulacji oszczędności spada, prowadząc (przy pozostałych warunkach niezmienionych) do trwałej nierównowagi między oszczędnościami a inwestycjami, i odpowiadającemu temu pogorszeniu równowagi zewnętrznej. A. Fogli i inni[7] oszacowali siłę oddziaływania tego czynnika na nierównowagę zewnętrzną USA. Z ich badań wynika, że 20% całkowitej nierównowagi zewnętrznej USA wynika z wygładzenia cyklu gospodarczego w USA.

2.1.4. Inne czynniki strukturalne

Wśród innych czynników strukturalnych należy wymienić wzrost akumulacji rezerw walutowych w krajach azjatyckich, który wskazuje na wzrost awersji do ryzyka. Wygładzenie cyklu gospodarczego w USA, w połączeniu ze wzrostem tzw. przezornościowego popytu na rezerwy w krajach *emerging markets* oraz niedostateczną podażą bezpiecznych aktywów w gospodarce światowej, tłumaczą, dlaczego kapitał przepływa *uphill*. Na zniekształcenie przepływów kapitałowych wpływ mają także stałe reżimy kursowe i związane z nimi interwencje walutowe stosowane w azjatyckich krajach *emerging markets*, które nie tylko prowadzą do nierównowagi w stopach oszczędności i inwestycji, także powodują zniekształcenie w zmianach międzynarodowych cen relatywnych.

Dodatkowymi czynnikami strukturalnymi są:

– transformacja demograficzna gospodarki światowej (starzenie się społeczeństw)[8],

– czynniki tłumaczące wysoką stopę oszczędności w krajach azjatyckich (i globalnie): brak zabezpieczenia społecznego, trwałe delewarowanie bilansów sektora korporacyjnego.

---

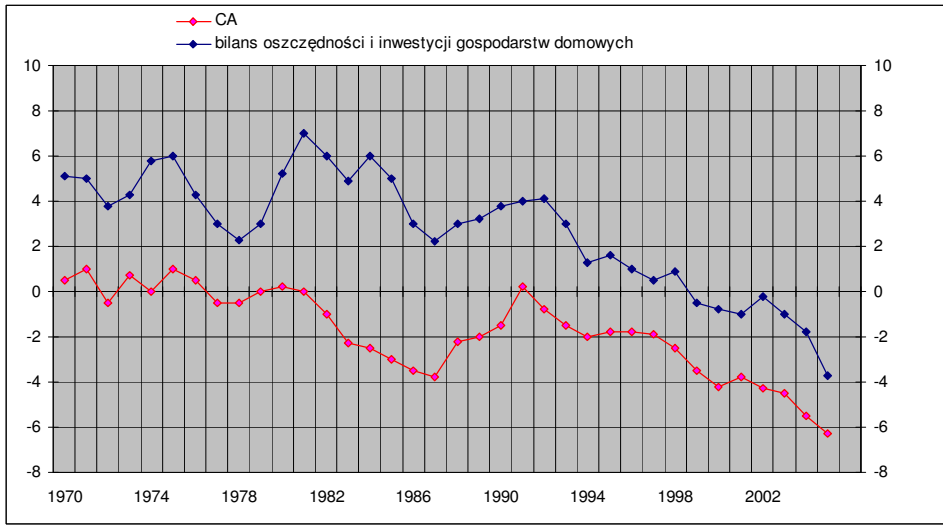
[7] A Fogli, F Perri, *The great moderation and the US external imbalance*, NBER Working Paper, no. 12 708/2006.

[8] R. Cooper, *Global imbalances: globalization, demography, and sustainability*, „Journal of Economic Perspectives" 2008, vol. 22.

2.2. Determinanty cykliczne

2.2.1. Nierównowaga w oszczędnościach i inwestycjach sektora prywatnego

Od początku lat 90. spadek oszczędności netto USA znajduje odzwierciedlenie w pogłębianiu się deficytu na rachunku CA. Gospodarstwa domowe obniżyły stopę oszczędności jako procent dochodu do dyspozycji, z 7% na początku lat 90. do zaledwie 1% w 2004 r. Zadłużenie sektora gospodarstw domowych w USA wzrosło z 65,7% PKB w 1995 r. do 92,1% w roku 2005. Dużą rolę odegrała polityka promująca dostęp do kredytów hipotecznych (polityka tzw. *home-owner society*). Ten spadek oszczędności ilustruje wykres 7.



Wykres 7. Oszczędności gospodarstw domowych w USA a bilans CA (w % PKB)

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

Spadek oszczędności netto USA znajduje z kolei odzwierciedlenie we wzroście prywatnej konsumpcji, która jednocześnie stanowiła wiodącą siłę globalnego popytu, a dla USA była głównym czynnikiem generującym wzrost realnego PKB.

W analizie czynników dynamizujących prywatną konsumpcję w USA, powyżej poziomu określonego przez wielkość dochodów osobistych netto, zwraca się szczególną uwagę na:

– wzrost permanentnego dochodu w USA na skutek trwałego pozytywnego szoku produktywności;

– wzrost bogactwa gospodarstw domowych (tzw. *wealth effect*), wynikający ze wzrostu cen aktywów (finansowych i realnych), prowadzący do wzrostu popytu na kredyt konsumpcyjny. Główną przyczyną *wealth effect* była luźna polityka pieniężna, realizowana od początku lat 90. XX w.

Czynnikami osłabiającymi rolę niskich oszczędności jako wiodącej przyczyny deficytu CA w USA są[9]:

– „niekompatybilność" niskich stóp oszczędności z faktem obserwowanych niskich stóp nominalnych i realnych,

– niedoszacowanie oszczędności w statystykach narodowych (wyłączenie z definicji oszczędności: zakupów dóbr trwałego użytku, wydatków na edukację, badania i rozwój, zysków kapitałowych np. z inwestycji finansowych i w sektorze nieruchomości, mimo że czynniki te potencjalnie zwiększają przyszłą konsumpcję).

Gwałtowny wzrost produktywności w USA wynikał głównie z inwestycji dokonywanych w przemyśle teleinformatycznym w połowie lat 90. W okresie 1996–2005 roczny wzrost produktywności wynosił średnio 2,2%, w porównaniu z historyczną średną 1,4% z okresu 1961–1995. Wzrost produktywności przyczynił się do oczekiwań wyższej stopy zwrotu z inwestycji w aktywa amerykańskie. W okresie spowolnienia gospodarczego, od początku XXI w., wzrost produktywności tylko nieznacznie osłabł[10].

Oba czynniki mają odmienne implikacje dla kształtowania się deficytu na rachunku CA. Podczas gdy zmiany w permanentnym dochodzie wynikające ze zmian w produktywności oznaczają, że nierównowagi na rachunku CA są punktem równowagi stanowiącym odpowiedź racjonalnych decyzji podmiotów gospodarczych na zmiany w środowisku gospodarczym, wzrost konsumpcji w USA wynikający z fluktuacji cen aktywów może uruchomić zmienność cyklu koniunkturalnego (*boom-bust cycle*). Na skutek tego, że rachunek obrotów bieżących jest zwykle zmienną antycykliczną, zmiana oczekiwań konsumentów i inwestorów oraz odpowiadający im spadek cen aktywów może pociągnąć za sobą nagłą korektę deficytu CA.

Różnice w produktywności między USA a zagranicą – zgodnie z przewidywaniami teoretycznymi – mogły zatem prowadzić do pogłębienia deficytu CA w USA. Dodatkowo, czynnikiem zwiększającym deficyt na rachunku CA w USA mogą być różnice w produktywności między sektorem *tradables* a *non-tradables*. Czynnik ten jest jednak wątpliwy przy wyjaśnianiu przyczyn pogłębiania się deficytu CA. W swoich badaniach empirycznych Glick i inni demonstrują, że wzrost o 1% produktywności w USA względem produktywności za

[9] M. Xafa, *Global imbalances and financial stability*, IMF Working Paper, WP/07/11, May 2007.

[10] Za: B. Petterson, *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review" 2006, no. 3.

granicą pogarsza saldo na rachunku CA o 0,15% PKB[11]. Według innych szacunków istnieją nawet jeszcze większe elastyczności między szokami produktywności a nierównowagami[12]. Ostatnie badania koncentrują się na analizie roli różnic w całkowitym czynniku produktywności (TFP – *total productivity factor*) między krajami w wyjaśnianiu zjawiska *global imbalances*, z wykorzystaniem dynamicznego modelu równowagi ogólnej między krajami (*multi-country dynamic general-equilibrium model*), dochodząc jednak do różnych rezultatów.

Związek między cenami aktywów a saldem CA jest potwierdzony empirycznie. M. Fratzscher i inni wskazują na istotną rolę cen aktywów dla wyłonienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących USA[13]. Wzrost cen aktywów miał istotny wpływ na pogorszenie salda CA.

2.2.2. Nierównowaga w oszczędnościach i inwestycjach sektora publicznego

Koncepcja „deficytu bliźniaczego" (*twin deficits*) zakłada wpływ deficytu budżetowego na deficyt CA.

Oszczędności netto gospodarki amerykańskiej są rosnącą funkcją stopy procentowej, co oznacza, że amerykański popyt na oszczędności zagraniczne jest malejącą funkcją krajowej stopy procentowej (krzywa D). Podaż oszczędności zagranicznych, czyli napływ netto kapitału zagranicznego na rynek amerykański, jest dodatnio skorelowany z poziomem stopy procentowej w USA (krzywa S). Przecięcie krzywej popytu oraz podaży determinuje poziom amerykańskich stóp oraz amerykańskiego salda na rachunku obrotów bieżących. W ramach powyższego schematu wzrost wydatków rządowych sprawia, że krzywa popytu przesuwa się w prawo (krzywa D'). Następuje podwyższenie poziomu amerykańskich stóp procentowych, co częściowo zwiększa oszczędności prywatne oraz pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących.

Teoretyczne założenia teorii deficytów bliźniaczych są poddawane w wątpliwość. Krytycy koncepcji *twin deficits* wskazują, że wnioskowanie o bliźniaczych deficytach na podstawie prostej analizy korelacji jest niepoprawne, dlatego że taka analiza nie odróżnia wstrząsów w polityce fiskalnej od efektów cyklu koniunkturalnego związanego np. z innowacjami technologicznymi. Na przykład, ożywienie gospodarcze zmniejsza deficyt budżetowy przez działania

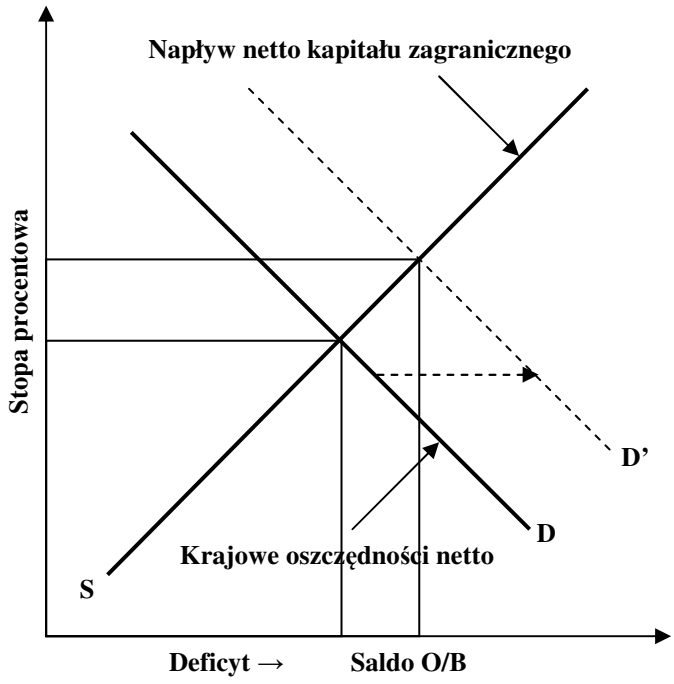
---

[11] R. Glick, K. Rogoff, *Global versus country-specific productivity shocks and the current account*, „Journal of Monetary Economics" 1995, vol. 35 (1).

[12] G. Corsetti i in., *Productivity, external balance and exchange rates: evidence on the transmission mechanism among G7 countries*, [w:] L. Reichlin, K. West, *NBER International Seminar on Macroeconomics*, Cambridge, MA: NBER, 2006; R. Bems i in., *US imbalances: the role of technology and policy*, „Journal of International Money and Finance" 2007, no. 26.

[13] M. Fratzscher i in., *Asset process, exchange rates and the current account*, ECB, Working Paper Series, no. 790/August 2007.

automatycznych stabilizatorów, a jednocześnie często zwiększa deficyt handlowy poprzez wzrost importu, zatem taka prosta i niepoprawna analiza mogłaby raczej sugerować występowanie odwrotnej korelacji, niż sugerowanej przez teorię bliźniaczych deficytów[14].



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

Źródło: M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe konsekwencje*, „Bank i Kredyt" 2006, nr 7.

Koncepcja deficytów bliźniaczych nie do końca sprawdza się też w rzeczywistości. Założenie, że przełożenie deficytu budżetowego na deficyt obrotów bieżących prowadzi do wzrostu stóp procentowych, nie znalazło potwierdzenia w przypadku gospodarki amerykańskiej. Paradoks niskich długookresowych realnych stóp procentowych stanowi największy empiryczny argument za obaleniem teorii bliźniaczych deficytów.

Często jest też podawany przykład Japonii, gdzie mimo deficytów budżetowych kraj osiągał nadwyżki handlowe. Działo się to jednak dzięki wysokim oszczędnościom prywatnym, przewyższającym sumę deficytu budżetowego

[14] K. Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista" 2006, nr 4.

i wydatków inwestycyjnych[15]. Równie często podawany jest przykład USA, które odnotowywały deficyt CA w drugiej połowie lat 90., mimo nadwyżki budżetowej. W wyniku tych doświadczeń, pod koniec lat 90. sformułowano alternatywną hipotezę o występowaniu „bliźniaczych rozbieżności" (*twin divergence*), dotyczącej odmiennego kształtowania się deficytu budżetowego i bilansu handlowego.

Koncepcja deficytów bliźniaczych była szeroko weryfikowana empirycznie. Podczas gdy toczy się nadal dyskusja dotycząca efektów ilościowych, większość badań empirycznych potwierdza występowanie zależności między deficytem fiskalnym a bilansem handlowym. Siła tego związku jest jednak wątpliwa i zależy od metody badań empirycznych.

J. Gruber i inni[16] wykazują niską elastyczność bilansu handlowego wobec deficytu fiskalnego. S. Kim i N. Roubini[17] podają, że negatywny szok w bilansie fiskalnym ma pozytywny wpływ na rachunek obrotów bieżących USA, co stanowi potwierdzenie hipotezy *twin divergence*. Ograniczony (mniej niż proporcjonalny) zakres odpowiedzi bilansu handlowego na zmiany w polityce fiskalnej wykazuje także w swoich badaniach C. Erceg i inni[18] – spadek deficytu fiskalnego o 1% PKB powoduje kurczenie się deficytu na rachunku CA o 0,2 punkty procentowe PKB. Do podobnych wniosków dochodzą w swoich badaniach Chinn i inni[19] – redukcja deficytu budżetowego o 3,5% amerykańskiego PKB przekłada się na ograniczenie deficytu CA co najwyżej o 1% PKB.

Również z badań empirycznych G. Corsettiego i innych wynika, że dla relatywnie zamkniętej gospodarki (jak USA) wpływ szoków fiskalnych na handel zagraniczny jest mały. Biorąc pod uwagę międzynarodowy mechanizm transmisyjny szoków fiskalnych poprzez zmiany *terms of trade*, G. Corsetti i inni wykazują, że znaczenie hipotezy *twin deficits* wzrasta wraz ze wzrostem otwartości gospodarki, zaś spada wraz z uporczywością szoku fiskalnego. Nie oznacza to jednak, że konsolidacja fiskalna jest bez znaczenia z punktu widzenia równowagi zewnętrznej USA. Wręcz przeciwnie, konsolidacja fiskalna w USA jest potrzebna, gdyż mechanizm transmisyjny ekspansji fiskalnej w gospodarce

---

[15] K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista" 2006, nr 4.

[16] J. Gruber, S. Kamin, *Explaining the global pattern of current account imbalances*, International Finance Discussion Paper, no. 2005/846.

[17] S. Kim, N. Roubini, *Twin deficits or twin divergence? Fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U.S.*, NYU Stern, 2003.

[18] C. Erceg i in., *Expansionary fiscal shocks and the trade deficit*, International Finance Discussion Paper, no. 825, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

[19] M. Chinn, H. Ito, *Current account balances, financial development and institutions: assaying the world's savings glut*, NBER Working Paper, no. 11 761, November 2005.

zamkniętej dokonuje się głównie poprzez efekt wypychania inwestycji. Efekt ten może doprowadzić do obniżenia potencjalnej stopy wzrostu w gospodarce i zagrażać zdolności kraju do spłacenia przyszłych zobowiązań[20].

3. Analiza zjawiska nierównowag globalnych od strony formułowanych koncepcji

Zaprezentowane, na podstawie metodologii EBC wyodrębniania strukturalnych i cyklicznych determinant nierównowag globalnych, podejście jest mało rozpowszechnione w literaturze i stanowi ciekawą alternatywę bardziej popularnego ujęcia opartego na formułowaniu tzw. hipotez nierównowag[21]. Podejście oparte na budowie zwartych hipotez (koncepcji) próbuje zmierzyć się z łańcuchem związków przyczynowo-skutkowych, objaśniać proces tworzenia się nierównowag na zasadzie interakcji zachodzących w obszarze gospodarek narodowych i/lub w obszarze międzynarodowych stosunków gospodarczych.

Jak zauważa K. Lutkowski, w formułowanych koncepcjach widać pewną ewolucję poglądów na nierównowagi globalne. Koncepcje absorpcyjne oraz Bretton Woods II opisują zjawisko nierównowag globalnych według tradycyjnej percepcji procesów gospodarczych, gdzie strumienie handlowe determinują saldo obrotów kapitałowych. Obie tłumaczą źródła nierównowagi płatniczej na głównych kierunkach międzynarodowej wymiany handlowej, choć w odmienny sposób postrzegają jej determinanty.

Koncepcje uwypuklające rolę strukturalnych przemian w gospodarce światowej, wynikających z procesów globalizacji, deregulacji i liberalizacji, koncentrują uwagę przede wszystkim na procesach rejestrowanych w rachunku obrotów kapitałowych bilansu płatniczego, a nie w bilansie handlowym, widząc w nich główne siły motoryczne międzynarodowego obrotu gospodarczego. Do tej grupy koncepcji należy zaliczyć koncepcję *global saving glut* czy też nadpłynności gospodarki światowej. Różnica między obiema kategoriami sprowadza się także do odmiennej percepcji *sustainability of global imbalances*.

Analizując problem nierównowag globalnych, zwraca się uwagę, że system rachunków narodowych – sformułowany w latach 30. XX w., kiedy gospodarki uprzemysłowione były zdominowane przez produkcję przemysłową, jest prze-

[20] G. Corsetti, G. Muller, *Budget deficits and current accounts. Openess and fiscal persistence*, „Economic Policy", October 2006, no. 48.

[21] Tzw. hipotezy nierównowag będą w dalszej części rozważań nazywane koncepcjami nierównowag, w celu rozróżnienia od formułowanych we wstępie pracy jej hipotez.

starzały. Jeden z argumentów opiera się na spostrzeżeniu, że bardziej zasadne byłoby uwzględnienie lokalizacji własności (*location of ownership*) aniżeli lokalizacji przeznaczenia w sporządzaniu statystyk przepływów na rachunku narodowym.

Należy także wspomnieć o koncepcji, według której problem deficytu CA w USA jest iluzją, spowodowaną niedoszacowaniem aktywów zagranicznych USA w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych. R. Haussman i inni nazywają to zjawisko *dark matter* (ciemną materią)[22], co oznacza większą wartość księgową amerykańskich inwestycji zagranicznych, wynikającą z nieuwzględniania *know-how*, sprawności organizacyjnej, lepszej struktury finansowej i poziomu ochrony prawa, sprzyjających wyższej stopie zwrotu aniżeli wykazywana w bilansie płatniczym. Zdaniem R. Hausanna i innych, *dark matter* jest wytłumaczeniem zaskakującego problemu współistnienia ujemnej pozycji inwestycyjnej i dodatniego salda dochodów w bilansie płatniczych USA.

3.1. Koncepcje absorpcyjne

K. Lutkowski wyodrębnia grupę koncepcji absorpcyjnych[23], które zwracają uwagę na rolę USA – zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego – w generowaniu nierównowag globalnych. Zatem stanowią odpowiednik prezentowanych powyżej czynników cyklicznych jako determinant nierównowag globalnych.

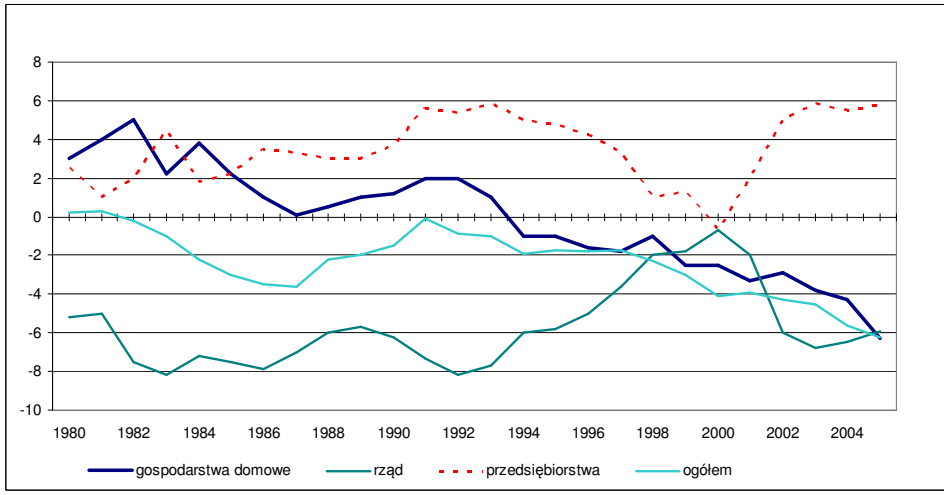
Do koncepcji absorpcyjnych K. Lutkowski zalicza koncepcję bliźniaczych deficytów oraz koncepcję dotyczącą efektu bogactwa w gospodarce amerykańskiej. Jego zdaniem, łączne ujmowanie deficytu finansów publicznych i salda oszczędności prywatnych pozwala uzyskać logicznie spójny obraz tego, czy/i o ile makroekonomiczna absorpcja jest większa niż wytworzony produkt w danym okresie. Koncepcje absorpcyjne, traktujące absorpcję w kategoriach niedostatku narodowych oszczędności, deficyt na rachunku CA upatrują właśnie w tym, że oszczędności prywatne, pomniejszone o deficyt budżetowy, nie były w stanie pokryć wydatków inwestycyjnych, przez co lukę tę wypełniał zwiększony import[24].

---

[22] *Dark matter* oznacza aktywa, o których istnieniu wiadomo, mimo że dochód, jaki generują, jest niewidoczny (lub niemierzalny), za: R. Hausmann, F. Stuerzenegger, *Dark matter makes US deficit disapper*, „Financial Times", December 2005.

[23] Co jest nawiązaniem do absorpcyjnego podejścia do bilansu płatniczego, którego prekursorem był Alexander.

[24] K. Lutkowski, *Problem…*



Wykres 8. Oszczędności netto sektora gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i rządu w USA i ich wkład do bilansu CA w latach 1980–2005 w % PKB

Źródło: B. Petterson, *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review" 2006, no. 3.

Jak wynika z wykresu 8, spadek oszczędności netto w USA jest wynikiem głównie spadku oszczędności gospodarstw domowych. Po głębokim spadku oszczędności netto w sektorze przedsiębiorstw w latach 90. (wynikającym głównie ze wzrostu stopy inwestycji), od początku XXI w. następuje wzrost netto oszczędności tego sektora (co ciekawe, wzrost ten jest większy od stopy oszczędności tego sektora w krajach azjatyckich).

3.2. Koncepcja Bretton Woods II

Koncepcja Bretton Woods II, sformułowana przez M. Dooleya i innych w 2003 r.[25], przypisuje globalne nierównowagi płatnicze asymetrycznemu układowi relacji gospodarczych, jaki wykształcił się między USA (krajem deficytowym) a krajami azjatyckimi (krajami nadwyżkowymi). Zdaniem B. Eichengreena, jedną z podstawowych zalet koncepcji jest wprowadzenie analizy systemowej, zatem traktowanie krajowych bilansów płatniczych jako współoddziałujących na siebie elementów większego systemu[26].

[25] M. Dooley i in., *An essay on the revived Bretton Woods system*, Working Paper, no. 9971, NBER 2003.

[26] B. Eichengreen, *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, Working Paper, no. 10 497, NBER May 2004.

Koncepcja ta uznaje, że źródła amerykańskiego deficytu na rachunku CA nie tkwią wewnątrz gospodarki amerykańskiej. Podstawowym czynnikiem prowadzącym do nierównowagi zewnętrznej w USA jest polityka kursowa w krajach azjatyckich, która (na skutek masowych interwencji walutowych) prowadzi do spadku amerykańskich stóp procentowych oraz deficytu CA.

Nazwa koncepcji wskazuje na analogię współczesnego zjawiska do relacji gospodarczych w ramach systemu walutowego z Bretton Woods, kiedy to obecną rolę krajów azjatyckich pełniła Japonia i kraje Europy Zachodniej. Jak wiadomo, charakterystyczną cechą tego systemu był układ stałych kursów walutowych, utrzymywanych na podwartościowym poziomie względem USD, co miało stanowić siłę napędową wzrostu gospodarczego tych gospodarek.

W swojej analizie autorzy wprowadzają koncepcję centrum (USA), regionu bilansu handlowego (kraje azjatyckie) oraz regionu bilansu kapitałowego (Europa, Kanada, Ameryka Łacińska). Kraje regionu kapitałowego nie są istotnym elementem nierównowag globalnych, gdyż prowadzą politykę kursu płynnego, a ich uczestnictwo w międzynarodowym systemie finansowym realizowane jest za pośrednictwem sektora prywatnego, poszukującego najwyższej stopy zwrotu. Sektor publiczny tego regionu nie generuje zniekształceń w gospodarce światowej.

Koncepcja zwraca uwagę, że z punktu widzenia nierównowag globalnych istotna jest rola centrum oraz regionu handlowego, zaś determinanty współczesnej nierównowagi globalnej kształtują się zarówno po stronie krajów nadwyżkowych, jak i deficytowego. Kluczowe miejsce zajmują tu:

1. Po stronie krajów nadwyżkowych (region handlowy):

– świadoma strategia akumulacji rezerw walutowych, realizowana przez azjatyckie kraje *emerging markets*, mimo wysokich kosztów takiej polityki. Strategia ta jest motywowana wieloma czynnikami (por. rozdz. IV), jednak koncepcja Bretton Woods II akcentuje rolę realizowanej merkantylistycznej strategii wzrostu gospodarek wschodzących. Strategia ta ukierunkowana jest na wspieranie eksportu, mającego być głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego i zwiększenia zatrudnienia. Głównym instrumentem realizowanej strategii jest polityka kursu walutowego;

– nadwyżki płatnicze i narastające rezerwy walutowe krajów będących eksporterami ropy naftowej, wynikające ze wzrostu cen tego surowca.

W grupie krajów regionu handlowego zwraca uwagę duża heterogeniczność krajów i realizacja nieco odmiennej polityki gospodarczej, podporządkowanej odmiennym celom (np. inne czynniki determinują politykę gospodarczą Chin, inne Japonii czy Korei).

2. Po stronie kraju deficytowego: możliwości taniego zadłużania się we własnej walucie. Koncepcja Bretton Woods II akcentuje korzystny dla gospodarki światowej jako całości model współpracy gospodarczej, pozwalający krajom nadwyżkowym realizować strategię wzrostu gospodarczego, zaś USA

ogrywać rolę „importera ostatniej szansy". Strategia wspierania eksportu krajów azjatyckich poprzez utrzymywanie podwartościowych kursów pozwala utrzymać niską inflację w centrum, co z kolei przyczynia się do utrzymania niskich rentowności, czyli wysokich cen obligacji amerykańskich i przeciwdziała osłabieniu USD. Dla kraju deficytowego może jednak w długim okresie tworzyć problemy związane ze zwiększonym importem, wymuszając w sektorach konkurujących z importem niezbędne dostosowania strukturalne.

Koncepcja Bretton Woods II jest optymistyczna w swoim postrzeganiu *sustainability of global imbalances*. Zakłada, że taki stan współpracy może trwać długo, gwarantować stabilność gospodarki światowej i nie wymuszać gwałtownej korekty. Argumentem za trwałością systemu Bretton Woods jest fakt, że koszty związane z wyjściem Chin z systemu w postaci spowolnienia wzrostu gospodarczego byłyby większe od kosztów wynikających z polityki akumulacji rezerw walutowych[27]. Tezę o *sustainability* systemu podważa jednak N. Roubini[28], wskazując, że tempo zwiększania się potrzeb pożyczkowych USA jest większe od chęci zagranicznych banków centralnych do akumulacji aktywów dolarowych.

B. Eichengreen w swojej polemice na temat systemu Bretton Woods II zwraca jednak uwagę na pewne słabe punkty koncepcji, np.[29]:

– w systemie Bretton Woods USA były pożyczkodawcą netto, a nie pożyczkobiorcą netto. Rachunek obrotów bieżących USA wykazywał nadwyżkę od 1954 do 1971 r. (z jedynym wyjątkiem w roku 1959, kiedy to odnotował deficyt);

– na skutek usunięcia kontroli przepływów kapitałowych trudniej jest wpłynąć na przepływy prywatnych transakcji finansowych, które oddziałują na układ kursów walutowych. Zmusza to banki centralne do podejmowania większych, bardziej kosztownych i mniej efektywnych interwencji walutowych;

– kraje peryferyjne (głównie azjatyckie) nie są skłonne do podporządkowywania swoich narodowych interesów – ogólnemu. W systemie z Bretton Woods istniała większa wola współpracy;

– współczesny system nie opiera się w takim stopniu na współpracy (głównie banków centralnych) jak system Bretton Woods. Obecnie ma ona wymiar regionalny i jest słabo zinstytucjonalizowana, natomiast brak jest współpracy banków centralnych głównych dwóch uczestników systemu – USA i Chin. Brak we współczesnym systemie zasad i procedur dokonywania zmian

[27] M. Dooley i in., *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*, NBER Working Paper, no. 10 332, 2004.

[28] Por. N. Roubini, *The BW2 regime: an unstable disequilibrium bound to unravel*, „International Economics&Economic Policy", no. 3.

[29] B. Eichengereen, *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, Working Paper, no. 10 497, NBER May 2004.

kursowych. W systemie Bretton Woods istniały zasady i warunki korekty kursu walutowego;

– w systemie z Bretton Woods nie było waluty, która mogłaby substytuować USD w roli waluty międzynarodowej. Status USD był niezagrożony, co gwarantowało pewien *status quo* systemu. Współcześnie, wraz z wyłonieniem się euro, oraz potencjalnie – prawdopodobną internacjonalizacją – chińskiego juana, stabilność msw może być wątpliwa;

– w systemie z Bretton Woods zasada wymienialności USD na złoto wyznaczała granicę ekspansji deficytu na rachunku CA w USA. Współcześnie takiej granicy nie ma, wyznacza ją chęć zagranicznych banków centralnych da akumulowania aktywów dolarowych;

– liberalizacja krajowych rynków finansowych oznacza, że utrzymywanie niskiego poziomu kursu i wysokiej krajowej stopy oszczędności nie gwarantuje, że dodatkowe inwestycje zostaną ulokowane w sektorze dóbr wymienialnych. Deregulacja rynków finansowych tworzy środowisko łatwych warunków kredytowych i ukierunkowywania inwestycji w sektorach *nontradables* (np. nieruchomości), przyczyniając się do boomów na rynku nieruchomości i wzmacniając niestabilność finansową.

Polemizując z założeniami koncepcji, M. Goldstein i inni[30] wykazują, że ok. 50% wartości eksportu chińskiego jest wytwarzane w przedsiębiorstwach, w których dominuje kapitał zagraniczny, gdzie tylko 6% całego kapitału chińskiego przeznaczone jest na wytwarzanie dóbr eksportowych. Powoduje to, że nieprzekonujący jest motyw, dla którego Chiny miałyby wspierać sektor eksportowy, skoro jest w tak dużym stopniu kontrolowany przez kapitał zagraniczny.

Zdaniem Y. Yongding, koncepcja Bretton Woods II nadmiernie eksponuje rolę Chin, podczas gdy najistotniejszym azjatyckim krajem nadwyżkowym jest Japonia. W 2004 r. chińska nadwyżka CA stanowiła ok. 20% amerykańskiego deficytu CA z Azją, zaś japońska 48%[31]. Również M. Obstfeld i inni uznają, że słabość koncepcji polega na nadmiernej koncentracji uwagi na Chinach, podczas gdy równie istotne znaczenie dla nierównowagi globalnej ma nadwyżka Japonii i Niemiec. Mimo, że Niemcy i Japonia posiadają nadwyżki w relacji do PKB podobne do Chin, mają większy udział w globalnych nadwyżkach w ujęciu absolutnym. Dodatkowo, Niemcy są największym światowym eksporterem. Nadwyżkowa siła robocza Chin nie jest zaś problemem wobec perspektywy starzenia się społeczeństwa[32].

---

[30] M. Goldstein, N. Lardy, *China's role in the revised Bretton Woods system: a case of mistaken identity*, Institute for International Economics Working Paper, no. 05-2/2005.

[31] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

[32] M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global current account imbalances and exchange rate adjustments*, Brooking Papers on Economic Activity, no. 1/2005.

3.3. Koncepcja *global saving glut* (globalnej nadobfitości oszczędności)

Koncepcja *global saving glut* została sformułowana przez B. Bernanke'a w 2005 r. Uznaje on, że globalna (poza USA) nadobfitość oszczędności jest wynikiem działania wielu czynników, których skutki potęguje globalizacja i liberalizacja przepływów kapitału. W gospodarce zamkniętej inwestycje równają się oszczędnościom w każdym okresie, jednak w warunkach globalizacji finansowej kraje mają więcej możliwości, aby wygładzać konsumpcję w czasie lub finansować inwestycje w sytuacji niewystarczających oszczędności krajowych. Zatem, jeśli oszczędności mogą być lokowane poza granicami kraju, krajowe inwestycje i oszczędności nie muszą być w każdym okresie zrównywane. Deficyt na rachunku CA jest tu postrzegany zatem przez pryzmat bilansu oszczędności i inwestycji.

Zasadniczym czynnikiem, który przyczynił się do zjawiska *global saving glut* były nadwyżki oszczędności w krajach azjatyckich w połączeniu ze strukturalnie wysokimi oszczędnościami w Niemczech i Japonii[33]. Nadwyżki te są wynikiem kilku procesów, m.in. czynników demograficznych (co prowadzi to do wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych i emerytalnych) w krajach uprzemysłowionych. Kraje azjatyckie (głównie Chiny) charakteryzują się wysoką skłonnością do oszczędzania – stopa oszczędności zwiększyła się tu z poziomu 38,9% PKB w 2000 r. do poziomu 47,0% PKB w roku 2004 i wynika głównie ze słabo rozwiniętego systemu emerytalnego i systemu opieki zdrowotnej, słabego rozwoju pośrednictwa finansowego oraz ograniczonej dostępności towarów konsumpcyjnych[34].

Innym czynnikiem mogącym prowadzić do *global saving glut* jest zmienność dochodów z eksportu surowców, powodujący wzrost oszczędności sektora publicznego w warunkach wzrostu cen surowca (np. w ramach SWF).

Jak zauważa M. Rubaszek[35], kolejnym czynnikiem prowadzącym do wzrostu globalnych oszczędności była przeprowadzona w ostatnich latach globalna restrukturyzacja w sektorze przedsiębiorstw, która spowodowała istotny wzrost zysków. W warunkach umiarkowanego popytu inwestycyjnego, który utrzymywał się pomimo niskiego poziomu stóp globalnych, zanotowano wyraźny wzrost oszczędności sektora przedsiębiorstw. W latach 2002–2004 oszczędności netto

---

[33] Zwraca się uwagę na fakt, że nadwyżki oszczędności w innych regionach – Ameryce Łacińskiej i Rosji nie mają znaczenia z punktu widzenia koncepcji *global saving glut*, gdyż są znacznie mniejsze niż oszczędności azjatyckie, ponadto prawdopodobnie mają czasowy charakter. Za: J. Macfarlane, *What are the global imbalances*, „Reserve Bank of Australia Bulletin", October 2005.

[34] B. Eichengreen, *The blind men and the elephant*, Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, no. 1, January 2006.

[35] M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe konsekwencje*, „Bank i Kredyt", lipiec 2006.

sektora przedsiębiorstw wzrosły o 6% PKB w USA, o 6% PKB w strefie euro oraz o 8,2% PKB w Wielkiej Brytanii.

Tak więc koncepcja ta nie precyzuje, który sektor odgrywa rolę wiodącą we wzroście światowej stopy oszczędności (sektor prywatny, w tym gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, czy publiczny), nie dokonuje też hierarchizacji współistniejących determinant.

Koncepcja opiera się na spostrzeżeniu, że USA w wyniku wzrostu popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego absorbują wolne środki z reszty świata. Atrakcyjność amerykańskiego rynku finansowego (jego głębokość i płynność) oraz pełnienie przez USD funkcji waluty międzynarodowej przyciąga zasoby finansowe z zagranicy, przyczyniając się do wzrostu cen akcji i nieruchomości, umacniając kurs USD i generując deficyt na rachunku CA.

Konsekwencją *global saving glut* był spadek realnych długoterminowych stóp procentowych. W Wielkiej Brytanii realne długoterminowe stopy procentowe, mierzone różnicą między nominalnym oprocentowaniem 10-letnich obligacji skarbowych a roczną stopą inflacji, spadły z poziomu 3,9% w 1997 r. do poziomu 1,6% w 2005 r. Podobnie działo się w USA. Tak niskie stopy zwiększyły atrakcyjność inwestycji np. w nieruchomości, prowadząc do wzrostu ich cen.

Koncepcję tę, uznającą nadmierne oszczędności zagraniczne za przyczynę deficytu na rachunku CA w USA, należy postrzegać jako komplementarną w stosunku do koncepcji Bretton Woods II. W swojej interpretacji *sustainability of global imbalances* jest optymistyczna. Wynika to z faktu, że USA jest w koncepcji traktowane jako gospodarka o wyjątkowo wysokiej dynamice wzrostu gospodarczego. Źródłami tej dynamiki jest wysoka elastyczność dostosowawcza, innowacyjność, a także korzystne prognozy demograficzne.

W analizach pokryzysowych zjawiska *global saving glut* podkreśla się, że w 2011 r. rola dotychczasowych krajów generujących nadmierne oszczędności (Chiny, Japonia) nieco osłabła. Z kolei, oprócz USA, „absorberami" *global saving glut* stały się Brazylia i Indonezja. Jak zauważa W. Corden[36], USA stały się –w wyniku antykryzysowej polityki banku centralnego *quantitative easing* (prowadzącej do obniżania światowych stóp procentowych oraz zwiększającej dostępność kredytu) oraz spadku wydatków sektora prywatnego w wyniku kryzysu – obszarem jednocześnie generującym *saving glut*. Obserwacja ta jest istotna dla ogólnych rozważań nad zjawiskiem *global imbalances* w świecie, w którym swobodne przepływy kapitału stają się pasem transmisyjnym dla transferowania nadwyżkowych oszczędności. Inaczej mówiąc, łatwość transferowania krajowych nadwyżkowych oszczędności za granicę powoduje permanentne tworzenie się stanów nierównowagi globalnej.

[36] W. Corden, *Global imbalances and the paradox of thrift*, Centre for Economic Policy Research, Policy insight, no. 54, April 2011.

Konsekwencje zjawiska *global saving glut* na gruncie dwóch alternatywnych ujęć teoretycznych analizuje w interesujący sposób W. Corden, zwracając uwagę, że[37]:

– jeśli przyjmiemy neoklasyczny punkt widzenia, globalna nadwyżka oszczędności niewykorzystana w kraju może być transferowana za granicę, jeśli służy zyskownym inwestycjom, które są w stanie wygenerować przyszłe dochody (odsetkowe, dywidendy), dzięki którym kraj będzie w stanie spłacić zadłużenie. W. Corden nazywa taki transfer oszczędności pożyczaniem dla wygenerowania „podróży powrotnej" (*borrowing to provide for the return journey*). Podejście neoklasyczne opiera się tu na koncepcji międzynarodowego handlu międzyokresowego (*international intertemporal trade*) i związanej z nim międzynarodowej równowagi (rozumianej jako sytuacja, w której zarówno pożyczkodawca, jak i pożyczkobiorca odnoszą korzyści z wymiany handlowej/przepływów kapitału). W takiej sytuacji, zgodnie z ujęciem neoklasycznym, nadwyżka oszczędności w kraju A transferowana *via* rynek kapitałowy i pieniężny do kraju B jest naturalną konsekwencją funkcjonowania gospodarek otwartych. W modelu neoklasycznym kanałem transformującym oszczędności w inwestycje jest spadek stopy procentowej.

Problem współczesnego zjawiska *global saving glut* polega jednak na tym, że nadwyżkowe oszczędności służyły głównie konsumpcji (*borrowing for consumption*) i inwestycjom nieprodukcyjnym (sektor budowlany, popyt napędzany dostępnością kredytów hipotecznych), generując ryzyko kryzysu zadłużeniowego:

– jeśli przyjmiemy keynesowski punkt widzenia, pojawia się inna ocena nadwyżkowych oszczędności – wzrost oszczędności redukuje zagregowany bieżący popyt, przez co spada bieżąca produkcja. Oszczędności same w sobie nie zwiększają zdolności produkcyjnych kraju, dla zwiększenia zdolności produkcyjnych potrzebne jest bieżące zwiększanie inwestycji. Model keynesowski opiera się na założeniu niezdolności stopy procentowej do równoważenia systemu, poprzez stymulowanie inwestycji, kiedy oszczędności wzrastają. W kontekście międzynarodowych powiązań gospodarczych model keynesowski oznacza, że jeśli krajowa „zła" polityka (wysokie oszczędności) jest rekompensowana „dobrą" polityką (wysokie inwestycje krajowe), wówczas nie powstaje niekorzystny efekt międzynarodowy. Należy jednak zwrócić uwagę, że do 2008 r. w gospodarce światowej nie było problemu ograniczonego zagregowanego popytu, nie można więc powiedzieć, że mieliśmy do czynienia z „paradoksem oszczędności" (*paradox of thrift*) w keynesowskim rozumieniu. Tym niemniej ekonomiści (np. M. Wolf, P. Krugman), upatrujący główny problem nierównowag globalnych w nadwyżkach oszczędności nad inwestycjami krajów azjatyckich, a nie nieefektywnym wykorzystaniu tych oszczędności w krajach pożyczających, opierali się na keynesowskiej argumentacji.

[37] *Ibidem.*

Jeśli przyjmiemy neoklasyczny punkt widzenia (nadwyżkowe oszczędności niekoniecznie muszą być niepożądane z punktu widzenia równowagi globalnej, o ile tylko są efektywnie wykorzystywane), powstaje pytanie, dlaczego kierowały się do USA, zamiast do deficytowych krajów rozwijających się? W. Corden tę awersję krajów *emerging markets* do napływu kapitału przyczyniającego się w efekcie do deficytów rachunku bieżącego (*aversion to current-account deficits*) tłumaczy dwoma czynnikami:

– świadomością niestabilności przepływów kapitałowych, mogących generować ryzyko *sudden stop* i kryzysy walutowe i finansowe;

– niechęcią do aprecjacji realnej kursu walutowego, negatywnie wpływającej na sektor *tradables* gospodarki i zatrudnienie. Instrumenty przeciwdziałające realnej aprecjacji (interwencje walutowe, nadwyżki budżetowe, kontrole przepływów kapitału) są problematyczne w zastosowaniu.

Koncepcja *global saving glut* jest kwestionowana przez zwolenników koncepcji globalnego niedoboru inwestycji. Przedstawicielem tego nurtu jest R. Rajan[38], twierdząc, że gospodarka światowa jako całość nie cierpi na nadmiar oszczędności, tylko niedobór inwestycji. Spadek poziomu inwestycji, głównie w krajach azjatyckich (oprócz Chin, gdzie wciąż kształtuje się na wysokim poziomie blisko 45% PKB, przy oszczędnościach sięgających 50% PKB), był wynikiem zmniejszonej skłonności przedsiębiorstw do inwestowania (potrzeba naprawienia bilansów w sektorze przedsiębiorstw poprzez spłatę zaciągniętych długów spowodowała obniżenie skłonności do inwestowania, mimo wysokich zysków przedsiębiorstw), spowolnienia gospodarczego, zaburzeń w funkcjonowaniu krajowych systemów finansowych i niepewności politycznej, w wyniku negatywnych doświadczeń kryzysu azjatyckiego lat 90. W krajach azjatyckich (z wyłączeniem Chin i Japonii) stopy inwestycji spadły o 8,7% PKB w okresie 1996–2004. Powstaje pytanie, czy spadek stóp inwestycji w krajach azjatyckich jest zjawiskiem tymczasowym, czy bardziej trwałym.

Również badania MFW nad oszczędnościami i inwestycjami w gospodarce globalnej prowadzą do wniosku, że niskie stopy inwestycji w takiej fazie cyklu gospodarczego spowodowały nadwyżkę oszczędności, która przyczyniła się do niskiego poziomu realnych długoterminowych stóp procentowych. Ewolucja stopy inwestycji jest kluczowa dla dalszego kształtowania się długoterminowych stóp procentowych. Powrót inwestycji do bardziej normalnego cyklicznego związku ze wzrostem gospodarczym powinien wywierać nacisk na wzrost stóp procentowych[39].

---

[38] R. Rajan, *Perspectives on global imbalances*, remarks at the Global Financial Imbalances Conference, London, 23.01.2006.

[39] *Global imbalances: a saving and investment perspective*, IMF Word Economic Outlook, September 2005.

Tabela 12. Stopy oszczędności i inwestycji (jako % PKB, w latach 2000–2004)

Wyszczególnienie	USA	Inne kraje anglosaskie[a]	UGiW	Japonia	Chiny	Inne kraje azjatyckie
Oszczędności	15,1	17,7	21,0	27,6	43,7	29,8
Inwestycje	19,3	18,9	20,5	24,8	40,9	24,4

[a]Australia, Kanada, Nowa Zelandia, Wielka Brytania.

Źródło: J. Macfarlane, *What are the global imbalances*, Reserve Bank of Australia, Bulletin, October 2005.

Racjonalność prezentowanej koncepcji poddali w wątpliwość także D. Laibson i inni. Twierdzą, że globalna nadwyżka oszczędności powinna prowadzić do boomu inwestycyjnego w krajach importujących kapitał, co nie miało miejsca[40].

3.4. Koncepcja nadpłynności gospodarki światowej

Zgodnie z tą koncepcją w gospodarce światowej istnieje nadmiar płynności, stanowiący zasadniczą przyczynę nierównowag globalnych. Koncepcja zwraca uwagę na współistnienie wielu źródeł nadpłynności – zarówno w USA, jak i w innych częściach świata. Nadpłynność dolarowa w USA jest w tej koncepcji postrzegana jako wynik nadmiernie ekspansywnej polityki pieniężnej realizowanej przez System Rezerwy Federalnej. Polityka ta, poprzez wywołanie złudnego efektu bogactwa, stała się przyczyną nadmiernego zadłużania się, prowadząc do bańki spekulacyjnej na rynku papierów wartościowych i nieruchomości. Równolegle dokonywał się transfer płynności z zewnątrz. Istotną rolę odegrała tu Japonia, w której stopy procentowe – w wyniku walki Banku Japonii z recesją – zeszły do bardzo niskiego poziomu, tworząc olbrzymi rezerwuar taniego pieniądza, wykorzystywanego następnie przez międzynarodowy rynek finansowy w celu zakupu USD i plasowania ich w wyżej oprocentowanych lokatach rynku amerykańskiego i w centrach *off-shore* rynku dolarowego[41]. Innym źródłem płynności międzynarodowej okazał się wzrost cen ropy naftowej na świecie. Rosnące zasoby dolarowe krajów eksporterów ropy naftowej stały się istotną częścią nie tylko globalnej akumulacji (via rynek kapitałowy), ale także – i przede wszystkim – globalnej nadpłynności (*via* rynek pieniężny) oraz ważnym czynnikiem nacisku na spadek stóp procentowych na dolarowym rynku *off-shore* tak samo jak na rynku dolarowym[42].

Koncepcja ta akcentuje rolę nadmiernie ekspansywnej polityki pieniężnej, kwestionując rozumowanie koncepcji *global saving glut*, zgodnie z którą niskie

[40] D. Laibson, J. Mollerstrom, *Capital flows, consumption booms and asset bubbles: a behavioral alternative to the saving glut hypothesis*, „Economic Journal" 2010, vol. 120 (544).

[41] K. Lutkowski, *Problem…*

[42] *Ibidem.*

globalne stopy procentowe są wynikiem globalnej nierównowagi oszczędności – inwestycje i przeszacowania cen aktywów. Obszerna literatura empiryczna próbuje wyjaśnić związek między *liquidity glut*, nierównowagami globalnymi oraz niskimi stopami procentowymi. Dla przykładu, T. Bracke i inni[43] wykazują na podstawie modelu ekonometrycznego, że akomodacyjna polityka pieniężna odpowiada za dużą część zmian zarówno w nierównowagach, jak i cenach na rynkach finansowych. A. Barnett i inni[44] wykazują, że historycznie szoki w polityce monetarnej (wraz z szokami prywatnej absorpcji) stanowią główny czynnik pogarszania się salda CA w USA. Również R. Bems i inni[45] wskazują na pogarszanie się deficytu CA w USA w odpowiedzi na szoki w polityce monetarnej.

3.5. Kierunek przyczynowości nierównowag globalnych (*direction of causality*)

Drugi nurt dyskusji nad nierównowagami globalnymi koncentruje się na próbie znalezienia odpowiedzi na pytanie, która strona nierównowag (USA jako kluczowy kraj deficytowy, czy kraje nadwyżkowe) uruchomiła łańcuch współzależności globalnych. Pierwsze prace dotyczące *global imbalances* przypisywały Chinom rolę czynnika uruchamiającego nierównowagi (koncepcja *global saving glut*, *mercantilist trade strategy*). Z kolei R. McKinnon i inni[46] przypisują nierównowagi handlowe między USA a Wschodnią Azją polityce makroekonomicznej USA, w szczególności ekspansywnej polityce makroekonomicznej, która spowodowała akumulację rezerw walutowych w krajach peryferyjnych.

Coraz powszechniej traktuje się nierównowagi globalne jako interakcję czynników zachodzących po ich obu stronach. „Łatwe" warunki monetarne i finansowe w USA uruchomiły międzynarodowe przepływy kapitałowe i doprowadziły do akumulacji rezerw walutowych w krajach importujących kapitał. Jednocześnie, eksportowanie kapitału w postaci reinwestowania zakumulowanych aktywów rezerwowych w płynne aktywa krajów emitujących walutę rezerwową dalej przyczyniło się do poluzowania warunków finansowych. Taki system naczyń połączonych (*feedback loop*, jak nazywa to S. Kobayashi) działa

[43] T. Bracke, M. Fidora, *Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach*, Working Paper Series, no. 911, ECB.

[44] A. Barnett, R. Straub, *What drives U.S. current account fluctuations?*, Working Paper Series, no. 959, ECB.

[45] R. Bems i in., *US imbalances: the role of technology and policy*, „Journal of International Money and Finance", June 2006, vol. 26, no. 4.

[46] R. McKinnon, G. Schnabl, *A return to soft dollar pegging in East Asia? Mitigating conflicted virtue*, „International Finance" 2004, no. 7.

jako mechanizm wzmacniający dla pierwotnych impulsów monetarnych i ich wpływu na globalną płynność[47].

Należy jednak zauważyć, że występowanie współzależności *feedback loop* zależy od dwóch czynników[48]:

1. Różnice w politykach monetarnych (lub oczekiwanych stopach zwrotu) muszą doprowadzić do skierowania przepływów kapitałowych do gospodarek goszczących, które muszą (z różnych motywów) dokonać ich transformacji w aktywa rezerwowe. Czynnik ten w dużej mierze zależy od istniejącego reżimu kursowego. Napływy kapitału prywatnego do krajów o reżimach stabilizowanych prowadzi do interwencji walutowych, które powodują w efekcie reinwestowanie zakumulowanych rezerw.

2. Reinwestowanie rezerw walutowych musi mieć materialny wpływ na stopy procentowe w walutach rezerwowych; na przykład, z powodu różnych preferencji inwestorów prywatnych i oficjalnych. Jednak poglądy na znaczenie tego efektu się różnią. Jeden stoi na stanowisku, że taki dodatkowy popyt musi się przyczyniać do obniżenia długoterminowych stóp procentowych (np. poprzez zredukowanie premii terminowej). Według drugiego – przeciwnego – taki popyt nie może istotnie wpływać na poziom równowagi w długoterminowych dochodowościach[49].

G. Schnabl i inni[50] wykorzystali regresję panelową GMM i test przyczynowości Grangera w celu ekonometrycznego wskazania kierunku przyczynowości nierównowag globalnych, kierunku oddziaływania takich determinant nierównowag, jak stopy procentowe w centrum i akumulacje rezerw w peryferiach. Dochodzą do wniosku, że nie ma jednokierunkowego związku przyczynowo-skutkowego nierównowag globalnych. Istnieje silna korelacja między stopami procentowymi centrum a polityką akumulacyjną peryferii, oddziaływanie obu determinant jest dwukierunkowe. Nierównowagi należy postrzegać jako wynik interakcji polityk makroekonomicznych między centrum a peryferiami. W USA niskie stopy procentowe przyczyniły się do deficytu CA, wobec spadku prywatnych oszczędności i wzrastających deficytów budżetowych. W krajach peryferyjnych strefy dolara, zarówno nominalną jak i realną stabilność kursu walutowego, należy utożsamiać z nadwyżką CA. Nadwyżki na rachunku CA w krajach peryferyjnych strefy dolara narastały, gdyż nominalne kursy walutowe

---

[47] S. Kobayashi, K. Yoshino, *Capital inflows to emerging countries and their reflux to the United States*, „Bank of Japan Review", January 2011.

[48] *Global liquidity-concept, measurement and policy implications*, Committee on the Global Financial System, BIS no. 45, November 2011.

[49] Byłoby tak np. gdyby długoterminowe dochodowości były kierowane tylko przez oczekiwaną ścieżkę kształtowania się krótkoterminowych stóp procentowych, na które nie wpływałyby inwestycje z rezerw. Wiele badań odrzuca jednak taką hipotezę oczekiwań (*expectation hypothesis*).

[50] G. Schnabl, S. Freitag, *Reverse causality in global current account*, ECB Working Paper Series, no. 1208, June 2008.

były stabilizowane poprzez akumulację rezerw, zaś realne poprzez kombinację stabilizacji nominalnych kursów walutowych i operacji sterylizacyjnych. W tym kontekście, kraje peryferyjne miały ograniczony wybór odnośnie do polityki sterylizacyjnej, gdyż bez prowadzenia takiej polityki doświadczałyby problemu wyższej inflacji i przegrzania gospodarki. Badania empiryczne przeprowadzone przez G. Schnabla i innych potwierdzają zatem, że nierównowagi w ramach bloku dolara są wynikiem wzajemnie wzmacniających się (*self-reinforcing relationship*) procesów. Ponieważ USA utrzymują niskie stopy procentowe, kraje Azji Wsch. przyciągają napływ kapitału prywatnego, który uruchamia proces akumulacji rezerw walutowych w celu np. utrzymania konkurencyjności eksportu[51] i podtrzymania wewnętrznej wartości aktywów rezerwowych[52]. Ponieważ zaś akumulacja rezerw w krajach peryferyjnych jest powiązana z zakupem amerykańskich obligacji skarbowych i niższymi cenami w imporcie USA, stopy procentowe w USA są utrzymywane na niskim poziomie[53].

Tym niemniej, z ekonometrycznego punktu widzenia, pozostaje niejasne, czy kraj centrum, czy kraje peryferyjne uruchomiły spiralę obniżek stóp procentowych – akumulacji rezerw[54].

4. Rola czynników finansowych we współczesnych nierównowagach globalnych

4.1. Globalne warunki monetarne i monetarny kanał transmisji nierównowag globalnych

Jedną z największych trudności interpretacyjnych współczesnej nierównowagi globalnej jest racjonalne wytłumaczenie współistnienia niskich stóp procentowych i niskich stóp oszczędności w USA. Próba wyjaśnienia tego paradoksu opiera się na dwóch przesłankach:

---

[51] M. Dooley i in., *An essay on revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper, no. 9971/2003.

[52] R. McKinnon, G. Schnabl, *The case for stabilizing China'a exchange rate: setting the stage for fiscal expansion*, China and the World Economy, 2009.

[53] B. Bernanke., *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond Virginia, 2005.

[54] W odniesieniu do drugiego kraju centrum Niemiec i krajów *emerging markets* Europy Środkowo-Wschodniej badania empiryczne nie dają jednoznacznej odpowiedzi, dlaczego centrum odnotowuje nadwyżkę, podczas gdy kraje peryferyjne deficyty. Jedną z możliwych interpretacji jest to, że w przeciwieństwie do krajów peryferyjnych dolara, operacje sterylizacyjne miały tu mniejszy zakres i kursy walutowe mogły aprecjonować w ujęciu realnym. Zatem, główną determinantą bilansu CA była raczej realna, a nie nominalna stabilizacja kursu.

– w wyniku globalizacji i deregulacji zwiększyła się elastyczność cenowa, która osłabiła naciski na bank centralny, aby generować inflację w odpowiedzi na szoki, łagodzić oczekiwania inflacyjne i redukować poziom stóp procentowych zgodnie z kształtowaniem się stopy oszczędności;

– w wyniku zwiększonej wiarygodności banków centralnych ich antyinflacyjne nastawienie trwale zredukowało poziom równowagi stóp procentowych.

Obydwa zjawiska tłumaczą trend niskich stóp nominalnych, ale nie spadku długookresowych realnych stóp procentowych. Racjonalnym wyjaśnieniem wydaje się postrzeganie inwestycji w USA jako najmniej ryzykownych oraz wygładzenie cyklu gospodarczego (*Great Moderation*) występujące w ostatnich kilkunastu latach, które – przyczyniając się do polepszenia polityki pieniężnej – spowodowało obniżenie ryzyka i realnych stóp procentowych.

Wśród badań empirycznych próbujących wyjaśnić wpływ zagranicznego popytu na amerykańskie aktywa na długoterminowe stopy procentowe w USA wymienić należy badania F. Warnock i innych[55]. Estymują wpływ całkowitego zagranicznego napływu kapitału na długoterminową dochodowość obligacji, wykazując że sięga on 150 punktów bazowych.

Podstawowe zagrożenie niskich długoterminowych stóp procentowych dla stabilności finansowej wyraża się w ich przyczynianiu się do podejmowania nadmiernej skłonności do ryzyka (*risk taking*). W przypadku USA, utrzymywanie się niskich długoterminowych stóp procentowych (zarówno nominalnych, jak i realnych) pozwoliło jednak ograniczyć koszt obsługi zadłużenia zagranicznego.

Warunki globalnej nadpłynności, wspieranej niskimi stopami procentowymi w krajach rozwiniętych, spowodowały konieczność dostosowania przez kraje *emerging markets* krajowych polityk monetarnych.

Badania empiryczne potwierdzają istnienie monetarnego kanału transmisji nierównowag globalnych, za pośrednictwem którego globalna luka monetarna (*global monetary gap*) przenosi się na krajową produkcję, inflację i stopę oszczędzania. Luka monetarna (*monetary gap*) jest tu definiowana jako luka między aktualną realną stopą procentową a „neutralną" realną stopą procentową. Na podstawie regresji panelowej przeprowadzonej na próbie 20 krajów azjatyckich w okresie 1980–2008 W. Choi i inni[56] wykazują istnienie przełożenia (*pass-through*) globalnej luki monetarnej na krajową lukę monetarną, która z kolei wpływa na wielkości krajowe. Istnienie współzależności między globalną a krajową luką monetarną oznacza, że kraje azjatyckie akomodują globalną politykę monetarną w warunkach integracji finansowej. Utrzymujące się negatywne luki

[55] F. Warnock, V. Warnock, *International capital flows and the U. S. interest rates*, International Finance Discussion Papers, no. 840, September 2005, Board of the Governors of the Federal Reserve System.

[56] W. Choi, I. Lee, *Monetary transmission of global imbalances in Asian countries*, IMF Working Paper, WP/10/214, September 2010.

monetarne, odzwierciedlające ekspansywną globalną politykę monetarną, nie tylko doprowadziły do wzrostu produkcji i inflacji, ale także nadwyżki na rachunku CA (stopy oszczędności netto) krajów azjatyckich. Na skutek tej współzależności globalne warunki monetarne mają wpływ na zwiększenie różnicy między stopą oszczędności a inwestycji w Azji, zatem nadwyżkę na rachunku CA w Azji. Ekspansywna polityka pieniężna redukuje stopę inwestycji (inwestycja/produkcja), ponieważ zwiększa produkcję proporcjonalnie w większym stopniu niż inwestycje. Negatywny efekt ekspansywnej polityki pieniężnej dla stóp inwestycji dominuje nad efektem dla stóp oszczędności (oszczędności/produkcja), zatem stopy oszczędności netto w Azji wzrastają wraz ze wzrostem globalnej luki monetarnej. Stanowi to istotny argument za koordynacją polityk monetarnych w skali globalnej.

Badania empiryczne nad współzależnością kształtowania się sald CA i kanałów transmisyjnych przeprowadzili G. Schnabl i inni. Estymacje panelowe przeprowadzone na grupie 101 krajów potwierdzają kluczową rolę deficytu CA w USA dla nadwyżek CA krajów stanowiących peryferium USD i Niemiec. W Europie wzrastające deficyty CA w krajach *emerging markets* i wielu krajach uprzemysłowionych można wytłumaczyć narastającą nadwyżką CA w Niemczech.

Polityka monetarna w USA i Eurosystemie stanowi główny kanał transmisyjny nierównowag globalnych. Poziom stóp procentowych w USA ma znaczny wpływ na saldo CA w krajach Azji Wsch., Ameryce Łacińskiej, krajach CIS[57], uprzemysłowionych krajach europejskich i Niemiec. Spadek (wzrost) stóp procentowych w USA powoduje spadek (wzrost) deficytu CA lub wzrost (spadek) nadwyżki CA w krajach peryferyjnych. Dla Eurosystemu/Niemiec efekt jest jeszcze większy – spadek stóp procentowych w Niemczech powoduje spadek deficytu CA lub wzrost nadwyżek CA w Azji Wsch., Ameryce Łacińskiej, krajach CIS i uprzemysłowionych w Europie. Głównym wyjątkiem są europejskie kraje *emerging markets*, w przypadku których spadek stóp procentowych w Eurosystemie/Niemczech powoduje wzrost deficytów CA. Wpływ polityki fiskalnej Niemiec na polityki fiskalne w peryferiach jest słaby, z wyjątkiem europejskich krajów *emerging markets*, w przypadku których spadającemu deficytowi fiskalnemu Niemiec towarzyszy wzrost deficytów w peryferiach.

Jeśli chodzi o deficyt fiskalny USA, to istnieje dodatni związek z saldem CA w peryferiach, chociaż współczynniki korelacji dla większości regionów są nieistotne. Ponadto, ceny surowców i akumulacja rezerw walutowych w krajach peryferyjnych, które są zależne od polityki pieniężnej w krajach centrum, stanowiły kanały transmitowania nierównowagi globalnej w latach 1980–2006[58].

---

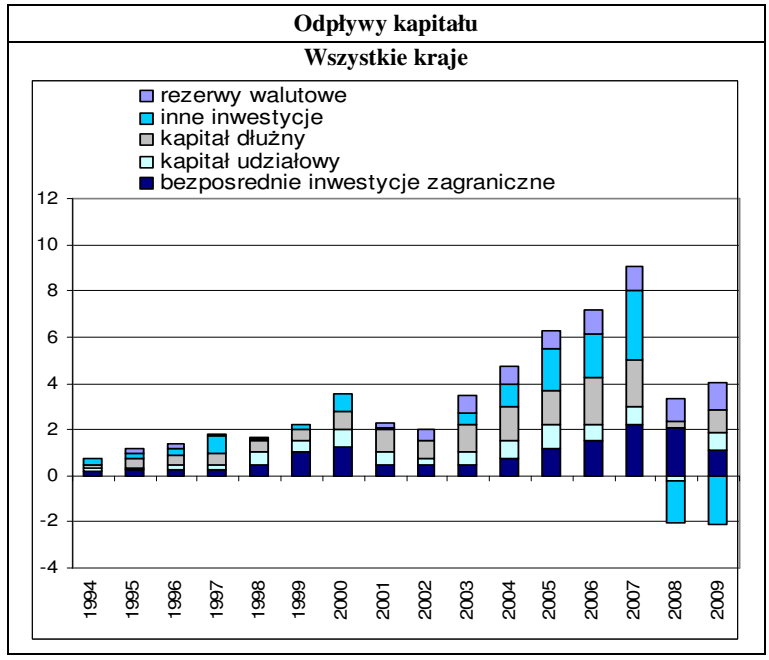
[57] Kraje Wspólnoty Niepodległych Państw (m.in. Rosja, Ukraina).

[58] G. Schnabl., S. Freitag, *An asymmetry matrix in global current accounts*, Universitat Leipzig, Working Paper, no. 76, Januar 2009.

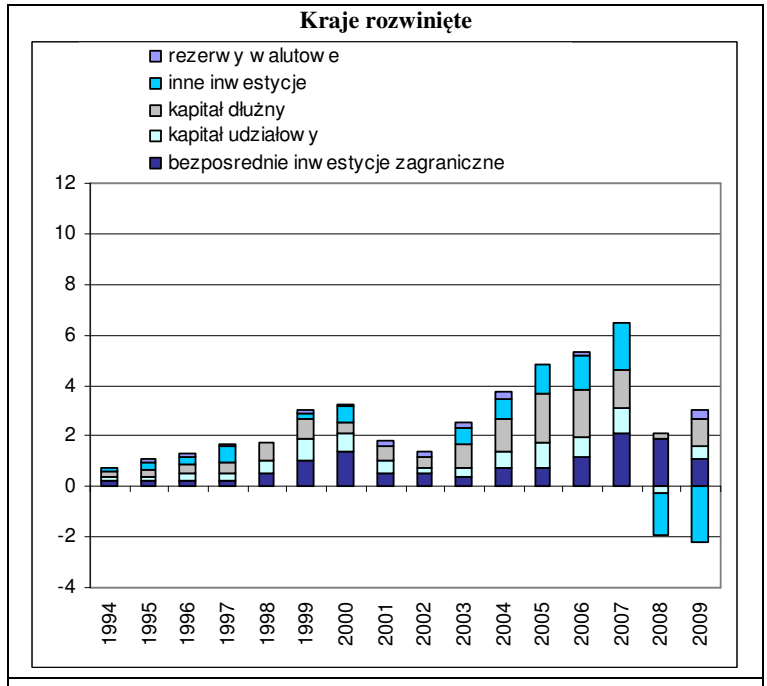
4.2. Kształtowanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w ujęciu globalnym

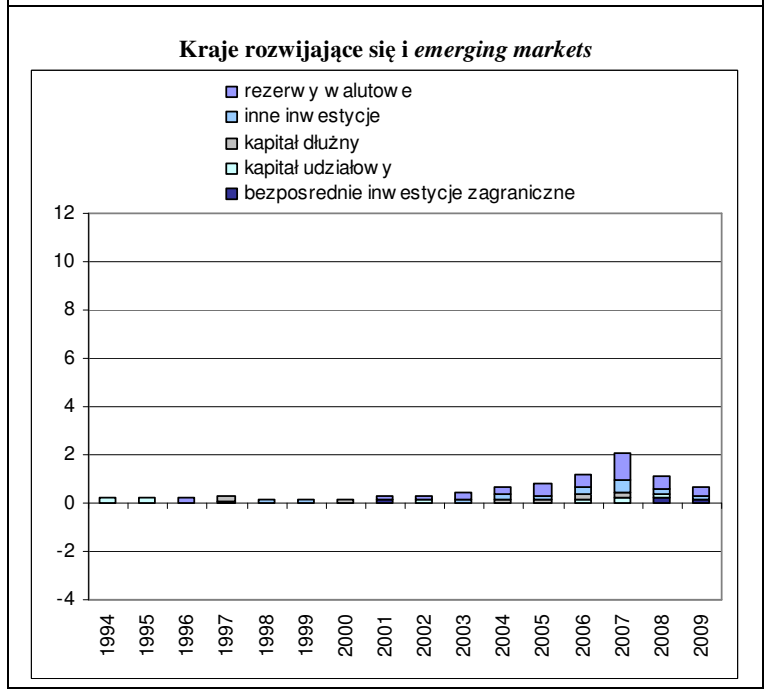
Przepływy kapitałowe brutto do krajów *emerging market* zwiększyły się 8-krotnie w ciągu dekady, z 200 mld USD pod koniec lat 90. do ponad 1600 mld USD w 2007 r. Skala przepływów kapitałowych brutto *cross-border* wzrosła z rocznego poziomu sięgającego 5% światowego PKB w połowie lat 90. do poziomu ok. 20% w roku 2007. W rezultacie, międzynarodowa integracja finansowa (*international financial openness*), mierzona jako suma zagranicznych aktywów i pasywów kraju jako ich udział w PKB, wzrosła w tym okresie z poziomu 150% światowego PKB do poziomu 350% PKB.

Kraje *emerging markets* w coraz większym stopniu przyczyniały się do globalnej integracji finansowej; ich udział w światowych przepływach kapitałowych wzrósł z 7 do 17% w okresie 2000–2007. Odpływy kapitału z tych krajów przybierały głównie postać „recyclingu" nadwyżek płatniczych i/lub napływów kapitału w aktywa rezerwowe. Napływy kapitału do krajów *emerging markets* wzrastały w mniejszym stopniu niż odpływy kapitału. Do 2007 r. dominującym źródłem międzynarodowego finansowania dla tych krajów były bezpośrednie inwestycje zagraniczne, od 2007 r. większą rolę odgrywają napływy kapitału dłużnego (*debt inflow*)[59].



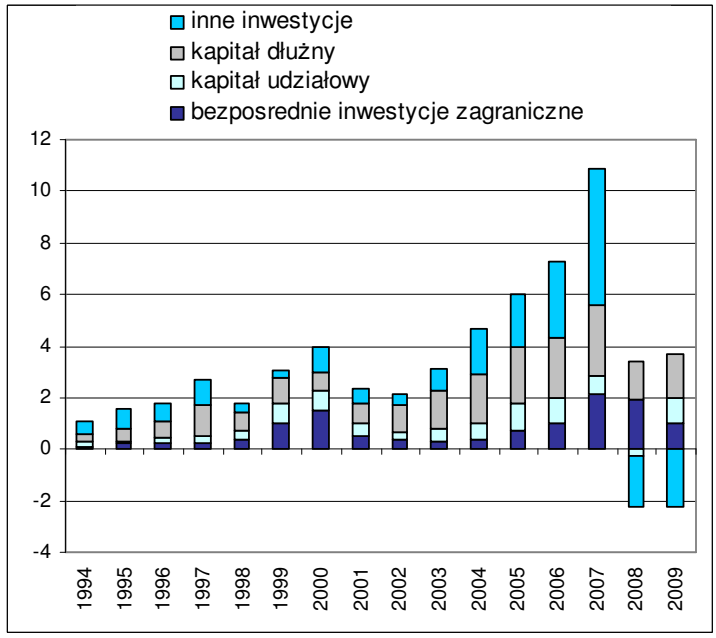
[59] D. Furceri i in., *Medium-term determinants of international investment positions. The role of structural policies*, OECD Economics Department Working Papers, no. 863/2011.


Kraje rozwinięte
rezerwy w alutowe
inne inwestycje
kapitał dłużny
kapitał udziałowy
bezposrednie inwestycje zagraniczne
12
10
8
6
4
2
0
-2
-4
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009

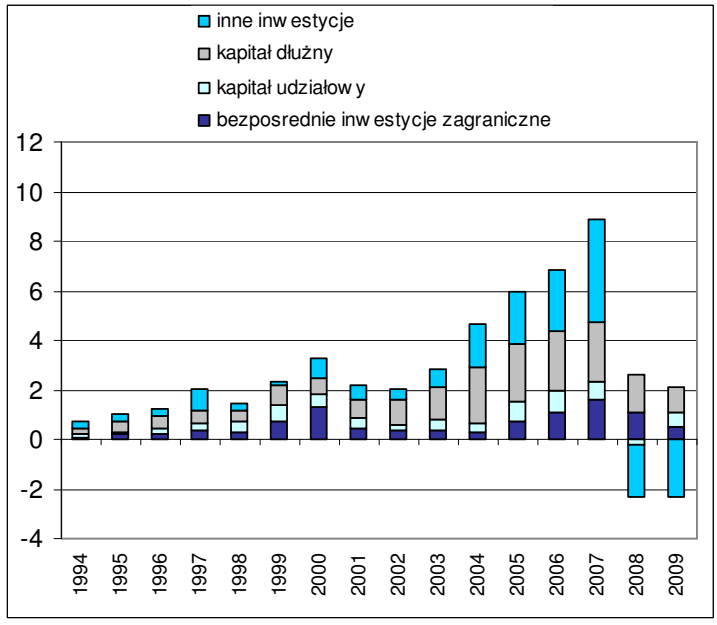

Kraje rozwijające się i *emerging markets*
rezerwy w alutowe
inne inwestycje
kapitał dłużny
kapitał udziałowy
bezposrednie inwestycje zagraniczne
12
10
8
6
4
2
0
-2
-4
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009

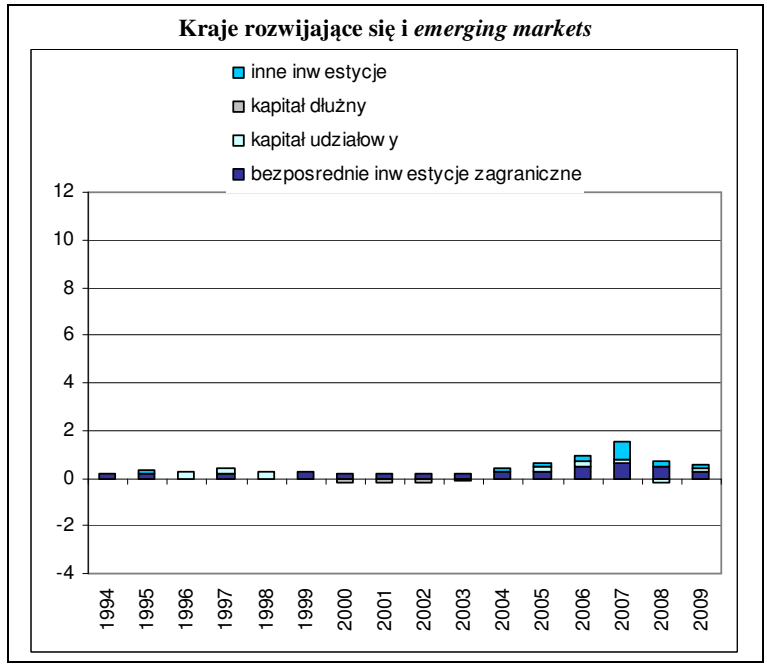
Napływy kapitału

Wszystkie kraje



Kraje rozwinięte





Wykres 9. Międzynarodowe przepływy kapitałowe według kategorii krajów i rodzajów instrumentów (w trylionach USD)

Źródło: D. Furceri i in., *Medium-term determinants of international investment positions. The role of structural policies*, OECD Department of Working Paper, no. 863/2011.

5. Rola ropy naftowej we współczesnej nierównowadze płatniczej

5.1. Rola ropy w nierównowagach globalnych i kanały transmisji

Analizując dotychczasowe doświadczenia gospodarki światowej z szokami naftowymi, można wyodrębnić kilka kanałów międzynarodowej transmisji szoków *terms of trade* i mechanizmów dostosowawczych[60].

1. Dla krajów importujących ropę mechanizm dostosowawczy działa w następujący sposób: wzrost cen ropy pogarsza bilans handlowy, prowadząc do większego deficytu CA i pogorszenia pozycji inwestycyjnej netto. Jednocześnie, wyższe ceny ropy obniżają prywatny dochód do dyspozycji i zyski przedsiębiorstw, redukując popyt krajowy; razem z deprecjacją kursu walutowego

[60] *Oil prices and global imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2006.

prowadzi to do powrotu CA do poziomu równowagi. Tempo oraz koszty procesu dostosowawczego dla produkcji krajowej zależą od takich czynników, jak stopień otwartości handlu, elastyczność strukturalna, wiarygodność banku centralnego, trwałość szoku i zakres przełożenia się na krajowe ceny surowca. Czynniki te determinują zakres, w jakim wzrastające ceny ropy generują nacisk inflacyjny, wymagający zacieśnienia polityki pieniężnej.

2. Dla krajów-eksporterów ropy mechanizm dostosowawczy działa w odwrotnym kierunku; nadwyżki handlowe prowadzą do aprecjacji realnej. Zasadnicza różnica sprowadza się do tego, że kraje eksportujące mogą potrzebować więcej czasu niż kraje importujące do dostosowania się do wzrostu ceny surowca. Wynika to z faktu, że wzrost dochodów krajów eksporterów jest istotny w stosunku do PKB, występowanie ograniczeń natury cyklicznej i strukturalnej utrudnia szybkie i efektywne zwiększanie popytu. Zatem, oszczędności krajów eksportujących mogą utrzymywać się na wyższym poziomie przez dłuższy okres.

3. W konsekwencji powyższych procesów zagregowany globalny popyt spada. Uruchamia to proces wielostronnych dostosowań, poprzez zmiany kursów walutowych, stóp procentowych i różnice w stopach wzrostu. Początkowa nadwyżka globalnych oszczędności nad inwestycjami wywiera nacisk na spadek realnych stóp procentowych, co wspiera popyt inwestycyjny w krajach importujących oraz obniża bodźce do oszczędzania w krajach eksportujących ropę. Również D. Gross i inni podkreślają, że kluczowy wpływ szoków naftowych na gospodarkę globalną polega na zmianie wzorca oszczędności – inwestycji[61]. Jednocześnie, zmiany kursów walutowych oraz różnice w stopach wzrostu wywołują zmiany w zagregowanym popycie z krajów importujących w kierunku eksportujących.

4. Proces dostosowawczy jest wzmocniony poprzez działanie rynków finansowych. Wyższe ceny ropy obniżają ceny aktywów (w tym kurs walutowy i ceny akcji) w krajach importujących oraz podnoszą w krajach eksportujących. Zmiany cen aktywów, poprzez kanał wyceny, odgrywają istotną rolę w procesach dostosowawczych krajów, w przypadku których efekt bogactwa (*wealth effect*), jest duży (USA). Powoduje to, że spadek cen aktywów w krajach importujących (USA) przekłada się na spadek dochodów reszty świata.

Duże znaczenie dla procesów dostosowawczych ma fakt, że kursy walut krajów eksportujących ropę naftową są nieistotne z punktu widzenia gospodarki światowej, gdyż nie stanowią istotnego czynnika określania skali produkcji i ceny surowca z racji oligopolistycznego charakteru rynku[62].

---

[61] D. Gros i in., *A world out of balance?*, Special Report of the CEPS Macroeconomic Group, Brussels 2006.

[62] K. Lutkowski, *Problem…*

5.2. Współczesny szok naftowy a nierównowagi globalne

Wpływ wzrostu cen ropy na globalny wzrost gospodarczy jest obecnie znacznie skromniejszy niż 30 lat temu. Mniejsza podatność krajów na spowolnienie wzrostu gospodarczego w wyniku wzrostu cen ropy w stosunku do tego, jaką odczuwały kilka dekad temu, dotyczy większości krajów będących konsumentami surowca. Wynika z większej efektywności wykorzystania energii, większej koncentracji konsumpcji surowca w finalnym popycie, lepszej polityki monetarnej, głębszych rynków finansowych i bardziej elastycznych rynków pracy[63].

Dla krajów eksportujących surowiec podstawowy problem sprowadza się do krótko- i długookresowej zmienności cen ropy. Wydaje się, że najlepszym mechanizmem redukującym wpływ szoków naftowych na producentów byłoby ulepszenie mechanizmów podziału ryzyka (*improving risk sharing*) na rynkach produkcyjnych i finansowych. Również większa elastyczność reżimów kursowych mogłaby pomóc akomodować zmienność cen surowca.

Mimo, że współczesne nierównowagi globalne wyłoniły się znacznie wcześniej (lata 90. XX w.) niż rozpoczął się okres zwyżki cen ropy (1999, szczytowy wzrost w 2003 r., następnie wzrost w okresie 2007–2008), wzrost ten istotnie przyczynił się do nierównowag. Wzrost cen ropy przypisuje się zarówno większemu popytowi globalnemu na surowiec wynikającemu z szybkiego wzrostu dochodów (min. ze strony Chin i innych krajów *emerging markets*), jak i obawom dotyczącym przyszłej podaży. Utrzymujący się już ponad dekadę zwyżkowy trend cen ropy sugeruje, że czynniki cykliczne nie tłumaczą już okresowego wzrostu cen surowca; gospodarka globalna wkroczyła w okres ograniczonej podaży surowca (*oil scarcity*). Współczesny szok cenowy na rynku ropy naftowej jest zatem kombinacją szoków popytowych, podażowych i portfelowych wpływających na rynek ropy naftowej. W gospodarce światowej wyłania się długookresowa nierównowaga w podaży i popycie na surowiec, zaś większość popytu pochodzi z azjatyckich krajów *emerging markets*.

Należy zwrócić uwagę na wzrost popytu na surowiec w ostatnich latach, największy w Chinach, którym przypisuje się 40% udział w tym wzroście. Wzrost importu surowca w okresie 2002–2005 wynosił prawie 4% PKB w przypadku Chin, ponad 1% PKB w przypadku USA oraz innych krajów uprzemysłowionych i rozwijających się.

Wzrost popytu jest kombinacją wielu czynników, w tym:

- wyższego wzrostu gospodarczego;
- wzrostu zużycia ropy w stosunku do PKB (*oil intensity to GDP*), co wynika ze zwiększenia roli technologii produkcyjnych opartych na zużyciu ropy;
- wzrostu popytu strategicznego.

[63] K. Rogoff, *Oil and the global economy*, Essay presented at the International Energy Forum Secretariat meeting, 19.11.2005.

Dwa ostatnie czynniki wskazują na permanentne zmiany w popycie, które są bardziej nieelastyczne względem cen.

Wzrost cen ropy notowanych także w kontraktach długoterminowych (ceny w kontraktach *futures* nawet wyższe od cen w kontraktach *spot*) sugeruje, że nie można wytłumaczyć wzrostu cen wyłącznie czynnikami popytowymi i podażowymi. Wzrost ten należy także utożsamiać ze zwiększeniem zainteresowania surowcem ze strony inwestorów finansowych. Częściowo odzwierciedla to wzrost znaczenia *commodities* jako kategorii aktywów; wzrost popytu na surowiec stanowi zabezpieczenie przed inflacją (*inflation hedge*). W wyniku takiej percepcji czynników determinujących zwyżkę cen ropy, należy ją traktować jako wynik nadpłynności globalnej, gdzie wiodącą rolę odegrała ekspansywna polityka pieniężna wiodących banków centralnych[64].

Wpływ czynników podażowych polega na tym, że o ile umiarkowany wzrost zjawiska *oil scaricity* nie stanowi bariery wzrostu globalnego w średnim i długim okresie, o tyle transfer bogactwa (*wealth transfer*) z krajów importujących do eksportujących ropę może przyczynić się do zwiększenia skali przepływów kapitałowych, redukowania realnych stóp procentowych i zwiększenia nierównowag CA.

Próbując oszacować przebieg procesu dostosowawczego współczesnego szoku naftowego, MFW zastosował dwie niezależne, lecz spójne autoregresje wektorowe (VAR – badającą związek między realnymi cenami ropy a pozycjami zewnętrznymi, oraz GVAR – badającą związek między cenami ropy a wzrostem, inflacją i cenami aktywów) w odniesieniu do okresu 1972–2004. Opierając się na dotychczasowych doświadczeniach gospodarki globalnej z szokami naftowymi oraz mechanizmami transmisji szoków *terms of trade*, wykazał, że:

– proces dostosowawczy oznacza spowolniony wzrost i realną deprecjację (podtrzymującą dostosowanie kanałem handlowym) w krajach importujących, przy wzroście produkcji i realnej aprecjacji w krajach eksportujących;

– naftowe szoki cenowe mają istotny, lecz krótkookresowy wpływ na rachunki CA. Permanentny wzrost realnych cen ropy o 10$ za baryłkę przekłada się na wzrost nadwyżki CA w krajach eksportujących o ok. 2% ich PKB, efekt ten wygasa w ciągu 3 lat. Odpowiada temu wyższy deficyt CA w USA (o ok. 1/4% PKB), innych krajach rozwiniętych i rozwijających się, z wyjątkiem Chin, przy czym wpływ na CA w USA był najbardziej istotny statystycznie i trwały;

– szoki te istotnie wpływały na międzynarodowe pozycje inwestycyjne krajów, z wyjątkiem USA. Permanentny wzrost realnych cen ropy o 10$ za baryłkę przekłada się na polepszenie pozycji inwestycyjnej netto krajów eksportujących ropę o ok. 2% PKB, efekt ten wygasa w ciągu 5 lat. Kraje importujące odnotowały pogorszenie pozycji inwestycyjnej netto, a efekt ten był silniejszy

[64] D. Gros i in., *A world out…*

niż wpływ cen ropy na ich CA. W przypadku USA, zmiana pozycji inwestycyjnej była dodatnia, choć statystycznie nieistotna, co odzwierciedla istnienie *valuation effect*[65].

Jednakże, z perspektywy gospodarki globalnej, współczesny szok naftowy jest mniejszy niż szoki z lat 70. zarówno w odniesieniu do światowego PKB, przepływów kapitału prywatnego lub rozmiaru rynków finansowych. Współczesny epizod – w przeciwieństwie do epizodu lat 70. i 80. – nie przyczynia się w istotnym stopniu do akumulacji depozytów bankowych. Istotną rolę odgrywają przepływy inwestycji portfelowych oraz wcześniejsza spłata długu zagranicznego (wg szacunków MFW 10% dochodów z eksportu ropy naftowej w 2005 r. została przeznaczona na przedterminową spłatę zadłużenia). Brak pełnych danych odnośnie do alokacji dochodów z ropy naftowej oraz dokonywanie transakcji przez pośredników z centrów finansowych lub centrów *off-shore* powodują, że trudno precyzyjnie szacować wpływ recyclingu petrodolarów na funkcjonowanie rynków finansowych. Wpływ recyclingu petrodolarów na dochodowości amerykańskich papierów wartościowych jest trudny do wykazania ze względu na współoddziaływanie wielu sił, jednak szacunki wskazują, że wpływ ten jest nieznaczny (maksymalnie 1/3 punktu procentowego w redukcji nominalnych dochodowości w 2005 r.), co być może odzwierciedla zmniejszone znaczenie krajów eksporterów ropy naftowej w międzynarodowym systemie finansowym[66]. Dodatkowo, analizy te opierają się na traktowaniu amerykańskich stóp procentowych jako determinowanych niezależnie od globalnych stóp procentowych. Tymczasem w świecie zintegrowanych globalnych rynków kapitałowych ceny ropy mogą wpływać na amerykańskie stopy procentowe także pośrednio, poprzez wpływ cyrkulujących petrodolarów na stopy procentowe w innych krajach. Nawet jeśli petrodolary w ograniczonym stopniu wpływają na amerykański rynek papierów wartościowych, mogą mieć znacznie większy wpływ na rynki dłużne w krajach *emerging markets.*

Kluczowa różnica współczesnego epizodu szoku naftowego sprowadza się do tego, że wzrost wydatków w krajach eksportujących surowiec wolniej reaguje na wzrost dochodów. Ponadto, wpływ wzrostu cen ropy na inflację bazową jest znacznie słabszy niż w przeszłości, dzięki czemu banki centralne nie musiały zwiększać restrykcyjności polityki pieniężnej w celu łagodzenia nacisków inflacyjnych. W rezultacie, wzrost w krajach importujących nie został zahamowany.

Wysoka paliwowochłonność chińskiej gospodarki uchodzi też za podstawowy czynnik wzrostu cen ropy w ostatnim czasie. Jednak – jak zwraca uwagę

---

[65] *Oil scarcity, growth, and global imbalances*, IMF World Economic Outlook, April 2011.

[66] Zagraniczne aktywa brutto krajów eksportujących ropę naftową stanowiły na koniec 2004 r. 4% całkowitych aktywów globalnych, zaś udział tych krajów w aktywach rezerwowych ok. 10%.

K. Lutkowski – antyinflacyjny nacisk konkurencji ze strony niewyczerpanego rezerwuaru taniej pracy w Chinach, jest tak silny, że wysokie ceny ropy w świecie nie wywierają specjalnie odczuwalnego wpływu zwyżkowego na ceny dóbr finalnych, co stanowi jeden z charakterystycznych paradoksów ostatnich lat[67].

Badania wykazują, że wzrost cen ropy zwiększył deficyt CA w USA o ponad 1% PKB, jednocześnie zredukował nadwyżkę CA w krajach nie będących eksporterami ropy, głównie w azjatyckich krajach *emerging markets*. Dla USA negatywny wpływ wzrostu cen rop objawia się poprzez spadek handlu zagranicznego, co wynika zarówno z faktu, że są one istotnym importerem surowca, bardziej uzależnionym od niego w porównaniu z innymi krajami. Wpływ wzrostu cen ropy na pozycje zewnętrzne innych krajów polegał na tym, że przekładając się na wzrost oszczędności netto krajów eksportujących ropę, przyczynił się do spadku globalnych stóp procentowych, a to wpłynęło na ożywienie popytu wewnętrznego w USA jako kraju o głębokim i rynkowym systemie finansowym.

Przełożenie wzrostu cen ropy na krajowy bilans oszczędności i inwestycji krajów eksportujących ten surowiec zależy w dużej mierze od poziomu PKB *per capita* oraz populacji. W krajach o niskim PKP *per capita* i licznej populacji (Rosja, Nigeria, Wenezuela) dodatkowe dochody mogą spowodować wzrost popytu krajowego i tym samym importu. Z kolei w przypadku krajów bogatych, o niskiej populacji (Arabia Saudyjska, Kuwejt), dodatkowe przychody z eksportu ropy są w dużej mierze oszczędzane (potwierdzenie hipotezy *global saving glut*)[68]. Import ze strony krajów eksportujących ropę naftową pozostał w drugiej grupie krajów na raczej stałym poziomie w stosunku do PKB kraju. Szczególnie zwraca uwagę zmniejszony udział importu z USA. Można powiedzieć, że szok naftowy, dokonując redystrybucji dochodu z krajów rozwiniętych i innych rozwijających się do krajów eksportujących ropę naftową, zmniejszył jednocześnie relatywny popyt na towary z USA, przyczyniając się do zwiększenia deficytu CA w USA.

Znaczna część dochodów krajów eksportujących ropę naftową jest (zwłaszcza w drugiej grupie krajów) oszczędzana. Szczególnie sektor publiczny nie zwiększył wydatków, w okresie 2002–2005 nadwyżka budżetowa w tych krajach wzrosła średnio o 11 punktów procentowych PKB. W przypadku większości krajów Zatoki Perskiej nadwyżki CA osiągają 30% PKB, czemu towarzyszą nadwyżki budżetowe w wysokości 20% PKB[69]. Fakt, że wzrost dochodów eksporterów ropy nie przekłada się bezpośrednio na zwiększenie wydatków w tych krajach, powoduje podtrzymanie stanów nierównowag zewnętrznych przez dłuższy okres i odwleka uruchomienie procesów dostosowawczych.

---

[67] K. Lutkowski, *Problem…*
[68] M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna…*
[69] Za: B. Petterson, *Global imbalances…*

Zatem z punktu widzenia zjawiska *global imbalances* efekt negatywny wzrostu cen surowca może polegać na zwiększeniu ryzyka gwałtownej korekty nierównowag. Z drugiej strony, fakt, że recycling petrodolarów odbywa się obecnie w oparciu o instrumenty rynkowe (*market-based financial instruments*), w przeciwieństwie do lat 70. i 80. kiedy następowało to głównie poprzez system bankowy (*bank-based lending*), zwiększa *sustainability* współczesnych nierównowag.

W tym kontekście należy zauważyć, że współczesne szoki naftowe inaczej wpływają na nierównowagi globalne niż te występujące w latach 70. i 80. Wówczas, rachunki CA wykazywały szybką skłonność do dostosowywania się do szoków naftowych, gdyż wyższe ceny energii prowadziły do wzrostu stóp procentowych, spowolnienia wzrostu i popytu wewnętrznego, zmiany kursów walutowych i cen aktywów. Obecnie, na skutek lepszej polityki pieniężnej i wzrostu jej wiarygodności wpływ wzrostu cen ropy na krótkoterminowe stopy procentowe, wzrost i inflację jest mniejszy niż w przeszłości, zaś głębsza integracja finansowa może sprzyjać uporczywości deficytów.

Polityka zwiększania wydatków w obszarach, gdzie stopy zwrotu są wysokie (oraz reformy strukturalne zwiększające krajową podaż, szczególnie w sektorze *nontradables*), jest niezbędna zarówno z perspektywy krajów eksportujących ropę, jak i z perspektywy globalnej, poprzez przyczynienie się do zredukowania *global imbalances*. Wzrost inwestycji w krajach eksportujących ropę, w celu zwiększenia zdolności produkcyjnych i poprawy produktywności, może przyczynić się do zmniejszenia skali nierównowag globalnych.

Interesującą prognozę dotyczącą wpływu ograniczonej podaży surowca na gospodarkę globalną przedstawia MFW na podstawie czterech analiz symulacyjnych (analizy bazowej i trzech scenariuszy alternatywnych). Wynika z nich wniosek, że zakres, w jakim problem *oil scaricty* będzie wpływał na globalną gospodarkę, zależy od niewielkiej ilości czynników kluczowych[70]. Tak więc:

– ograniczona dostępność surowca (*oil scaricity*) i wynikający z niej wzrost cen surowca prowadzą w długim okresie do redukcji PKB w krajach importujących ropę. W krótkim i średnim okresie jednak dostosowanie globalne jest kształtowane poprzez *wealth transfer* z krajów importujących do eksportujących, co wpływa na przepływy handlowe i kapitałowe. W rezultacie wzrasta popyt (absorpcja) w krajach importujących. Wyższy poziom wydatków powinien przyczynić się do wzrostu nacisków inflacyjnych i realnej aprecjacji waluty

[70] *Oil scarcity, growth…* We wszystkich tych scenariuszach zakłada się, że przejście do nowego punktu równowagi jest procesem łagodnym: konsumenci w krajach eksportujących ropę łatwo absorbują nadwyżki w eksporcie towarów z krajów importujących ropę, rynki finansowe efektywnie absorbują i pośredniczą w przepływie funduszy z krajów eksportujących ropę, gospodarka elastycznie reaguje na wzrost cen ropy poprzez realokację zasobów, pracownicy akceptują obniżki płac realnych. Założenia te niekoniecznie muszą wystąpić.

krajowej. W krajach importujących ropę spada absorpcja krajowa i PKB, jednak zachodzą dwa przeciwstawne efekty, które wspierają wzrost produkcji. Pierwszy efekt polega na wzroście eksportu towarów do krajów importujących ropę w celu zaspokojenia ich większego popytu wewnętrznego, drugi na wzroście popytu inwestycyjnego w odpowiedzi na niższe globalne realne stopy procentowe. Niższe globalne stopy procentowe są wynikiem wyższych oszczędności, głównie w sektorze publicznym. Azjatyckie kraje *emerging markets* także korzystają z niższych globalnych stóp procentowych, ze względu na wysoką skłonność do inwestycji. W tym scenariuszu bazowym *global imbalances* ulegają powiększeniu w krótkim i średnim okresie. Deficyty CA w USA i strefie euro pogarszają się jako wynik droższego importu ropy; nadwyżka Chin i Japonii narasta w wyniku zwiększonego eksportu surowca. Długookresowe efekty (dla produkcji i wzrostu) nie są jednak istotne, co tłumaczy się relatywnie niskim udziałem ropy w zagregowanych kosztach;

– zakładając większą elastyczność cenową popytu na ropę, można spodziewać się większej substytucji innymi surowcami w okresie wzrostu jej cen. W wyniku efektu substytucji, następuje mniejszy spadek światowej produkcji, szczególnie w krajach importujących ropę. Skłonność krajów importujących do substytucji surowca przekłada się na poprawę na rachunku CA. Globalne efekty spowolnienia wzrostu i produkcji mogą być mniejsze niż w scenariuszu bazowym;

– zakładając większy spadek produkcji surowca, proporcjonalnie do szoku znacznie głębszy byłby spadek produkcji i pogłębienie deficytu CA w krajach importujących. Dla krajów eksporterów tak duży spadek podaży surowca przełożyłby się na głęboki wzrost cen, prowadząc do takiej skali wzrostu oszczędności, że stopy procentowe spadłyby do poziomu bliskiego zeru, utrudniając realizację polityki pieniężnej (*zero bound problem*);

– zakładając wzrost roli ropy w procesie produkcji, a więc przyjmując, że część całkowitej produktywności reprezentuje technologie, które mogą zostać wykorzystane przy większej podaży ropy, większa produkcja na skutek wzrostu podaży ropy ma mały wpływ na kształtowanie się rachunku CA. Negatywny szok w podaży ropy przypomina zatem negatywny szok technologiczny.

Z analiz scenariuszowych MFW wynika więc, że w długim okresie największe skutki *oil scaricity* byłyby odczuwane przez regiony, których produkcja jest paliwowochłonna (*oil intensive*), jak np. azjatyckie kraje *emerging markets* oraz/i o słabych powiązaniach eksportowych z krajami będącymi eksporterami ropy naftowej, czyli np. USA.

6. Alternatywne poglądy na *sustainability* i mechanizmy korekty współczesnej nierównowagi globalnej

6.1. Alternatywne poglądy na *sustainability* nierównowagi globalnej i jej wpływu na stabilność finansową

W literaturze brak jest zgody co do trwałości (*sustaibnability*) współczesnych nierównowag globalnych oraz ich wpływu na stabilność finansową gospodarki globalnej. W ocenie trwałości i potencjalnego wpływu korekty na stabilność finansową uformowały się dwa przeciwstawne stanowiska:

– według jednego z nich (np. Roubini i Setser, Chinn, Obstfeld i Rogoff, Cline), korekta nierównowagi jest nieunikniona, albowiem zadłużenie zewnętrzne USA znajduje się na ścieżce nie gwarantującej jego utrzymywalności. Niemożliwe jest akumulowanie dodatkowych roszczeń w stosunku do kraju o takiej dynamice zadłużenia, co w nieunikniony sposób prowadzi do utraty zaufania rynków. Współczesna nierównowaga globalna stanowi zatem zagrożenie dla stabilności gospodarki globalnej;

– według stanowiska przeciwnego (np. Cooper[71]) USA mogą nadal utrzymywać wysokie deficyty CA. Wzrost produktywności USA czyni go atrakcyjnym miejscem do inwestycji, podtrzymując napływy kapitału. Wysokie oszczędności globalne nie mają alternatywy (Bernanke). W szczególności, niezdolność pozostałych krajów do tworzenia atrakcyjnych aktywów finansowych w tempie odpowiadającym poszerzaniu zdolności produkcyjnych powoduje akumulację aktywów amerykańskich (Caballero). Poglądy te bazują na postrzeganiu nierównowag globalnych jako produktu ubocznego realnej i finansowej globalizacji.

M. Xafa[72] określa pierwszą grupę „poglądami tradycyjnymi", drugą grupę „nowym paradygmatem". Pogląd tradycyjny postrzega nierównowagi jako czasowe odchylenia od punktu równowagi, które muszą zostać skorygowane instrumentami polityki gospodarczej. Jeśli nie zostaną wprowadzone zmiany (szczególnie w obszarze polityki pieniężnej i fiskalnej), istnieje ryzyko twardego lądowania (*hard landing*). Poglądy tradycyjne, wykorzystujące zarówno modele oparte na elastycznościach handlu, jak i zrównoważonym portfelu, uznają, że podstawową zmienną przywracającą równowagę płatniczą jest realny kurs walutowy. Jego zmiany są niezbędne wobec niepełnej globalnej integracji rynków towarów i usług oraz sztywności utrudniających realokację zasobów do sektora *nontradables*.

---

[71] R. Cooper, *US deficit: it is not only sustainable, it is logical*, „Financial Times", 31.10.2004.

[72] M. Xafa, *Global imbalances…*

Nowy paradygmat postrzega nierównowagi jako rezultat zmian strukturalnych w gospodarce globalnej. Nierównowagi globalne mogą zostać rozwiązane stopniowo, siłami rynkowymi. Powrót do stanu równowagi może nastąpić w wyniku zmiany poziomu stóp inwestycji i oszczędności w USA i krajach nadwyżkowych, rola kursu walutowego jest tu ograniczona.

6.2. Alternatywne scenariusze procesów dostosowawczych współczesnej nierównowagi globalnej

Konsekwencje korekty globalnych nierównowag płatniczych dla gospodarki światowej, krajów wykazujących nierównowagę oraz pozostałych regionów gospodarczych (w tym UGiW) zależą od:

– czynnika(ów) uruchamiających proces dostosowawczy (zewnętrzny – np. spadek podaży kapitału napływającego do USA *versus* wewnętrzny – poprzez zmiany krajowych polityk gospodarczych);
– zakresu, w jakim różne czynniki są włączone w proces korekty;
– tempa przebiegu procesu korekty.

Mimo powszechnej zgody w literaturze, że proces dostosowawczy uruchomi zmiany cen relatywnych[73] w układzie międzynarodowym, formułowane są różne scenariusze przebiegu procesu korekty. Najczęściej w literaturze na temat *sustainability* nierównowag rozważane są dwa skrajne warianty procesu korekty: korekta łagodna (*soft landing*), oraz nagła/gwałtowna (*hard landing, disruptive unwinding*).

P. Lane i inni dokonują analizy trzech scenariuszy dostosowawczych[74]:

1) scenariusz bazowy (*soft landing*) – w którym USA nadal doświadczają znacznych napływów kapitału netto, nierównowaga na rachunku obrotów bieżących jest rozwiązywana stopniowo poprzez realokację zasobów z sektora *nontradables* do sektora *tradables*, czemu towarzyszą stopniowe dostosowania kursowe, przy czym nie następuje zasadnicza zmiana polityk gospodarczych. Scenariusz ten nie pociąga za sobą trwałego odchylenia od poziomu produkcji potencjalnej, następuje stopniowa zmiana kompozycji popytu, która znajduje odzwierciedlenie w wewnątrzsektorowej realokacji kapitału i pracy. Korekta w amerykańskim bilansie handlowym i obrotów bieżących, uruchomiona poprzez stopniowy wzrost prywatnych oszczędności, pociąga za sobą stopniową akumulację zagranicznych pasywów.

---

[73] Jak zwraca uwagę M. Rubaszek, możliwe są dostosowania wolumenowe bez zmian cen relatywnych i zmian popytowych, jednak ich skala byłaby zbyt mała, aby wyeliminować współczesną nierównowagę globalną.

[74] P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *Europe and global imbalances*, IMF Working Paper WP/07/144.

W krajach nadwyżkowych (głównie Chiny) następuje wzrost krajowej absorpcji w celu skompensowania spadku amerykańskiego deficytu. Taka strukturalna zmiana w krajach nadwyżkowych musi pociągnąć za sobą aprecjację realnego efektywnego kursu walutowego. Aprecjacja ta zawiera w sobie wzrost cen relatywnych dóbr sektora *nontradables* w stosunku do dóbr sektora *tradables* (aprecjacja wewnętrzna) i nominalną aprecjację w stosunku do USD. Aprecjacja wewnętrzna jest potrzebna, żeby przekierować konsumpcję do sektora *tradables* i dokonać realokacji produkcji do sektora *nontradables*. Nominalna aprecjacja w stosunku do USD pozwoli doprowadzić do wzrostu amerykańskiego importu, szczególnie w Chinach;

2) scenariusz *policy action* – w którym podejmowane są działania ze strony polityki gospodarczej w głównych obszarach gospodarczych świata. Korekta nierównowag następuje stopniowo. Kluczowe miejsce zajmuje stopniowe uelastycznianie reżimu kursowego, dekumulacja rezerw walutowych, reformy rynku finansowego i zwiększanie prywatnej konsumpcji w Chinach i pozostałych azjatyckich krajach *emerging markets*, wzrost inwestycji w krajach eksportujących ropę naftową. W USA niezbędna jest konsolidacja fiskalna i wzrost oszczędności sektora prywatnego. W UGiW centralne miejsce zajmują reformy strukturalne prowadzące do wzrostu produktywności;

3) scenariusz *hard landing* (*disruptive*)– w którym następuje zmiana preferencji inwestorów, w wyniku której przestaje napływać kapitał do USA. Jednocześnie następuje odejście do reżimów stałych w polityce kursowej krajów azjatyckich[75]. Rozwiązanie nierównowag następuje szybko i gwałtownie, poprzez znaczące korekty kursowe, wzrost nacisków inflacyjnych i stóp procentowych oraz globalny spadek aktywności gospodarczej.

Z kolei w Raporcie Komisji Europejskiej[76] scenariusze dostosowawcze analizowane są w kontekście ich symetryczności. Wyróżniony zostaje:

1) scenariusz *benign* (łagodny) – w którym procesy dostosowawcze mają charakter symetryczny. Odpowiedzią na spadek amerykańskiego deficytu w bilansie obrotów bieżących jest wzrost krajowej absorpcji w krajach nadwyżkowych (głównie Chiny) – dokonany na skutek aprecjacji realnego efektywnego kursu walut azjatyckich, wspieranego przez środki strukturalne (np. zwiększanie zabezpieczenia społecznego, system opieki zdrowotnej). Jest to połączenie scenariusza *soft landing* i *policy action*, z zaakcentowaniem symetrycznego charakteru procesów dostosowawczych w krajach deficytowych i nadwyżkowych;

[75] M. Obstfeld i K. Rogoff analizują scenariusz nagłej korekty, w którym kraje azjatyckie utrzymują stałe kursy wobec USD. Oznacza to większą bilateralną aprecjację euro wobec USD niż w wariancie upłynnienia walut azjatyckich.

[76] *Quarterly report on the euro area*, European Commission, 2006.

2) scenariusz asymetryczny -– w scenariuszu tym Chiny nie zwiększają absorpcji towarów amerykańskich, nie ma miejsca także aprecjacja chińskiego renminbi (RMB). Polityka Chin, polegająca na usztywnianiu waluty krajowej wobec USD, zmierza do utrzymania nadwyżki handlowej z USA i uniknięcia negatywnych efektów wyceny dla aktywów denominowanych w USD wynikających z korekty kursowej. W konsekwencji, eksporterzy z USA muszą obniżyć ceny w eksporcie. Skutkiem może być deficyt UGiW w handlu z USA i silniejsza aprecjacja realnego kursu euro w stosunku do USD. Drugi wariant asymetryczny może polegać na tym, że Chiny co prawda pozwolą na aprecjację swojej waluty, ale nie będą w stanie doprowadzić do wzrostu absorpcji do wymaganego korektą poziomu. Spowoduje to wzrost importu z USA i spadek chińskiego eksportu do USA, ale jednocześnie chińskie przedsiębiorstwa będą zmuszone zwiększyć eksport do UGiW, poprzez obniżenie cen na europejskim rynku. Pogorszy to bilans handlowy UGiW z Chinami i wywoła aprecjację realną euro wobec chińskiego renminbi.

Mniej dotkliwe skutki dla gospodarki światowej w scenariuszach symetrycznych (zarówno w wersji bardziej rynkowej, *soft landing*, jak i w wersji bardziej odwołującej się do polityki gospodarczej, *policy action*) powodują coraz większe zaangażowanie decydentów politycznych (G20) i organizacji międzynarodowych (MFW) w wypracowywanie międzynarodowego konsensusu w sprawie działań koordynacyjnych[77].

Dla USA konsekwencje scenariusza *soft landing* oznaczałyby, że na skutek wzrostu cen dóbr importowych nastąpiłaby deprecjacja USD, która spowodowałaby narastanie presji inflacyjnej. Razem ze zmniejszoną skalą napływu kapitału na amerykański rynek finansowy doprowadziłaby do wzrostu stóp procentowych. Spadek cen aktywów wrażliwych na poziom stóp procentowych (akcje, ceny nieruchomości) przełożyłby się na spadek zamożności społeczeństwa amerykańskiego, a tym samym jego konsumpcji. Jeśli nałożyłby się na to wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej, nastąpiłby istotny spadek popytu krajowego. Na skutek wzrostu eksportu netto produkcja najprawdopodobniej utrzymywałaby się blisko poziomu potencjalnego[78].

W krajach azjatyckich aprecjacja RMB bez polityki stymulującej wzrost popytu wewnętrznego doprowadziłaby do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego na skutek spadku wolumenu eksportu.

---

[77] Multilateralne konsultacje pod auspicjami MFW z lat 2006–2007 (zob. *IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation*, Press Release, no. 07/72, IMF, 14.04.2007) oraz Szczyt G20 w Pittsburgh w 2009 (*A framework for strong, sustainable and balanced growth*). Szerzej na ten temat w rozdziale VI

[78] Szerzej: M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt" 2006, nr 7.

Najbardziej niekorzystnym scenariuszem – zarówno dla USA, jak i gospodarki światowej – byłby scenariusz *disruptive adjustment*, polegający na nagłym spadku napływu kapitału do USA, w tym pochodzącym z akumulacji aktywów rezerwowych, uruchamiający deprecjację USD i prowadzący do recesji w USA. Ryzyko realizacji takiego scenariusza wynika z tego, że największym zagrożeniem nierównowagi globalnej nie jest wysoki deficyt CA *per se*, ale percepcja tego deficytu przez podmioty gospodarcze[79].

Zdaniem O. Issinga, czynnikami zwiększającymi ryzyko nagłej korekty są[80]:

– czas trwania nierównowagi – im dłużej trwa stan nierównowagi globalnej, tym większe ryzyko nagłej korekty i większe negatywne konsekwencje. Argument ten często jest przytaczany w kontekście limitu dla zadłużenia zagranicznego USA. O. Blanchard ostrzega, że wzrost zadłużenia zagranicznego USA oznacza coraz większą wymaganą deprecjację USD w przyszłości[81];

– kompozycja przepływów kapitałowych finansujących deficyt CA w USA. Przepływy kapitału portfelowego są łatwo odwracalne w zintegrowanej finansowo gospodarce globalnej. Dominacja w finansowaniu deficytu instrumentów dłużnych w stosunku do udziałowych ma istotne konsekwencje dla dynamiki CA. Przepływy kapitału dłużnego (*debt flows*) w stosunku do przepływów kapitału akcyjnego (*equity flows*) mają skłonność generowania nagłej korekty, o bardziej wyrazistych negatywnych konsekwencjach. Wynika to z faktu, że przepływy kapitału udziałowego, oparte na wypłacie dywidend, niekoniecznie wymuszają spłatę kapitału, zawierając element podziału ryzyka (*risk sharing*). Z kolei przepływy kapitału dłużnego wymuszają płatności odsetkowe, wraz z kapitałem, niezależnie od sytuacji finansowej pożyczkobiorcy.

D. Gross i inni zwracają uwagę na rolę czynników strukturalnych gospodarki amerykańskiej, które zwiększają negatywne konsekwencje scenariusza nagłej korekty deficytu. Zalicza się do nich większą elastyczność importową oraz wyższy poziom importu w stosunku do eksportu, co oznacza, że bez stopniowych zmian w relatywnym wzroście popytu krajowego i/lub cenach relatywnych scenariusz *disruptive unwinding* jest szczególnie niekorzystny[82].

Czynnikiem łagodzącym scenariusz *disruptive adjustment* dla USA jest struktura walutowa zadłużenia zagranicznego USA, generująca korzystny efekt bilansowy (*balance-sheet effects*). G. Debelle i inni wykazują, że czynnik ten odegrał łagodzącą rolę w przypadku korekty deficytu CA w USA

[79] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

[80] O. Issing, *Conditions for an orderly adjustment in the global economy*, „European Integration", March 2006, vol. 26, no. 1,

[81] O. Blanchard, F. Giavazzi, *The U.S. current account and the dollar*, NBER Working Paper, no. 11 137, 2005.

[82] D. Gros i in., *A world out…*

w latach 80.[83] Ponadto, jak podkreśla M. Xafa, nie ma w historii międzynarodowych stosunków gospodarczych precedensu *disorderly adjustment* w przypadku krajów uprzemysłowionych, które mają dobrze uregulowane systemy finansowe i utrzymują poziom inflacji pod kontrolą[84].

Czynnikiem działającym na niekorzyść w scenariuszu nagłej korekty nierównowagi jest wielkość gospodarki w stosunku do gospodarki światowej, co oznacza, że recesja w USA wywarłaby recesyjny wpływ na gospodarkę globalną. Osłabienie USD pociągnęłoby za sobą zwiększoną niepewność na globalnych rynkach finansowych. W połączeniu ze zwiększonym naciskiem na protekcjonizm prowadziłoby to do negatywnych skutków dla globalnych inwestycji i wzrostu gospodarczego.

Powstaje pytanie, czy deprecjacja USA wywołałaby faktycznie wzrost stóp procentowych w USA. Odwoływanie się do przeszłych (lata 80.) doświadczeń USA z korektą nierównowagi globalnej wskazuje, że wzrost stóp procentowych nie nastąpił, co powszechnie przypisuje się wzrostowi wiarygodności polityki pieniężnej. Jednak, zdaniem B. Eichengreena, wątpliwe jest, aby współczesna korekta przebiegłaby tak samo jak w latach 80., chociażby ze względu na wzrost skali przepływów kapitałowych brutto. Przełożenie deprecjacji USD na wzrost stóp procentowych zależy od tego, czy deprecjacja waluty jest wynikiem przerwania w finansowaniu zewnętrznym (wówczas wzrost stóp wydaje się nieunikniony), czy odzwierciedleniem czynników krajowych oraz czy ma charakter tymczasowym czy trwały[85].

Dla zagranicznych posiadaczy amerykańskich aktywów finansowych nagła korekta deficytu CA związana z deprecjacją USD jest stratą kapitałową. Badania empiryczne wykazują, że ekspozycja zagranicy na zmiany cen amerykańskich aktywów finansowych wzrosła (liczona w stosunku do PKB) istotnie w ostatnich latach.

Uwzględniając strukturę walutową aktywów amerykańskich będących w posiadaniu zagranicy, F. Warnock szacuje, że:

– dla każdego 10% spadku cen amerykańskich obligacji i kursu USD spadek majątku zagranicy (*wealth loss*) wyniósłby 2,5 punktu procentowego zagranicznego PKB;

– jeśli, dodatkowo, spadłyby ceny amerykańskich akcji o 10%, zagranica doświadczyłaby dodatkowej straty w wysokości 1,5 punktu procentowego PKB;

– zatem, dla każdego 10% spadku USD, cen akcji i obligacji, strata majątkowa zagranicy wyniosłaby 4 punkty procentowe zagranicznego PKB.

---

[83] G. Debelle, G. Galati, *Current account adjustment and capital flows*, BIS Working Paper, no. 169/2005. „Łagodząca" oznacza tu minimalizująca straty w produkcji wynikające z zawężania się deficytu CA.

[84] M. Xafa, *Global imbalances…*

[85] B. Eichengreen, *The blind men and the elephant*, Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, no. 1, January 2006.

Zagranica odniosłaby także stratę z tytułu posiadanych obligacji denominowanych w USD, emitowanych przez inne kraje niż USA – po dodaniu tego komponentu, całkowita strata majątkowa (*total wealth loss*) wyniosłaby prawie 5 punktów procentowych PKB. Zatem nagła, niespodziewana 10% deprecjacja USD, rynków akcji i obligacji denominowanych w USD, spowodowałaby stratę dla zagranicy będącą ekwiwalentem prawie 5% PKB (liczonym bez USA). Uwzględniając poziom posiadanych rezerw walutowych, strata (*wealth losses*) dla krajów *emerging markets* sięgałaby średnio 2,3/4 punktu procentowego PKB[86].

6.3. Alternatywne poglądy na kanały dostosowawcze

6.3.1. Rola kanału kursowego w procesie dostosowawczym

Większość ekonomistów stoi na stanowisku, że korekta amerykańskiego deficytu CA wymaga deprecjacji USD, jednak analizy ekonometryczne różnią się co do skali wymaganej deprecjacji realnego kursu USD. Dla przykładu, z badań E. Trumana wynika, ze USD jest przewartościowany o 20–50%[87]. Wątpliwości budzi jednak, czy deprecjacja USD przełoży się na redukcję deficytu CA. Podkreśla się, że deprecjacja USD z okresu 2002–2008 nie przełożyła się na redukcję deficytu, co wynikało z co najmniej dwóch powodów:

– deprecjacja USD przełożyła się na wzrost cen ropy naftowej. Ponieważ popyt na energię w USA jest wysoce nieelastyczny, wyższe ceny energii nie przełożyły się na spadek konsumpcji energii;

– główni partnerzy handlowi USA, w tym przede wszystkim Chiny, stosują politykę oficjalnego lub nieoficjalnego stabilizowania kursu waluty do USD. Amerykańskie przedsiębiorstwa płacą swoim chińskim podwykonawcom w USD, zatem na ceny zakupu nie wpływają kursy walutowe. Deprecjacja USD nie podwyższa cen importowych w USA, zatem pozostawia popyt na towary importowane z Chin na niezmienionym poziomie.

Dominuje pogląd, że tylko radykalna deprecjacja USD może w długim okresie wpłynąć na korektę deficytu. Także takie założenie może okazać się nierealne, jeśli zagrożona będzie międzynarodowa pozycja USD. Może się to stać na skutek działania kilku czynników:

– pogarszanie się pozycji USD jako miernika wartości, powodujące osłabienie pozycji USD jako waluty rezerwowej;

– odejście od USD jako waluty fakturowania handlu *commodities*. W okresie deprecjacji USD w latach 2007–2008 destabilizacja rynków *commodities*

[86] F. Warnock, *How might a disorderly resolution of global imbalances affect global wealth?*, IMF Working Paper, WP/06/170.

[87] E. Truman, *Postponing global adjustment: an analysis of the pending adjustment of global imbalances*, Working Paper, no. 05-6, Institute for International Economics Washington, 2005.

była na tyle odczuwalna, że niektóre kraje eksportujące ropę naftową rozważały odejście od USD w tej funkcji waluty międzynarodowej.

Nie można wreszcie ignorować problemu nacisków inflacyjnych, zarówno krajowych, jak i globalnych, wynikających z deprecjonującego się USD. W przeszłości, deprecjonujący się USD wywoływał większe naciski inflacyjne w pozostałych regionach świata niż w USA. Mimo, że inflacja ta była częściowo potem importowana do USA, jej wpływ na gospodarkę amerykańską był nieznaczny, ze względu na mały udział importu w PKB (5,5% PKB w 1971 r.). Jednak w roku 2006 import stanowił już 16,9% PKB USA, zatem importowanie inflacji nabiera większego znaczenia.

Zatem, według pierwszego stanowiska, deprecjacja USD nie stanowi efektywnego środka ograniczenia nierównowagi zewnętrznej USA. Może za to nasilić negatywne zjawiska odczuwalne w gospodarce USA oraz wstrząsnąć międzynarodową rolą USD.

Rolę kursu walutowego, jako głównej zmiennej korygującej nierównowagę, akcentują zwolennicy tradycyjnego poglądu na nierównowagę. W tym ujęciu, nacisk jest położony na przepływy handlowe, zaś proces dostosowawczy realizowany poprzez realokację globalnego popytu między sektorem *tradables* i *nontradables* oraz między towarami krajowymi i zagranicznymi. Ze względu na niskie elastyczności handlu podejście to akcentuje rolę niedostosowań kursowych.

Analizy oparte na podejściu elastycznościowym mają jednak słabe strony:

– abstrahują od niebezpieczeństwa rozkręcenia spirali deflacyjnej w krajach, których waluty ulegają aprecjacji (przykład Japonii, która w 1983 r. w wyniku Plaza Agreement doprowadziła do aprecjacji waluty);

– ignorują negatywne efekty *spillover* aprecjacji walut na poziom zagranicznego dochodu i absorbcji.

Na skutek występowania powyższych wątpliwości, R. McKinnon i inni sugerują, że wpływ masowej deprecjacji USD na amerykański bilans handlowy jest niejednoznaczny, zaś generuje niestabilność gospodarki globalnej[88]. Ponadto, jak zauważa D. Gros, ze względu na to, że gospodarki poza USA charakteryzują się małą elastycznością, zmiany cen relatywnych wynikające z deprecjacji USD mogą prowadzić w tych krajach do napięć ekonomicznych i spadku produkcji. Niższy dochód zagraniczny (na skutek spadku wydatków krajowych wynikających z negatywnego *wealth effect*, co wynika z faktu denominowania roszczeń zagranicznych w USD) może ograniczyć import w większym stopniu niż zmiana cen relatywnych by go stymulowała[89].

---

[88] R. McKinnon, G. Schnabl, *Devaluing the dollar: a critical analysis for William Cline's case for a New Plaza agreement*, „Journal of Policy Modeling" 2006.

[89] D. Gros i in., *A world out…*

6.3.2. Rola kanału wyceny

Mimo dyskusyjnej roli kanału wyceny jako mechanizmu dostosowawczego współczesnych nierównowag istnieje powszechna zgoda, że kanał ten odgrywa istotną rolę w przypadku USA. C. Tille[90] analizuje pogarszanie się pozycji inwestycyjnej netto USA w okresie 1982–2001, ze szczególnym nasileniem w okresie 1999–2001. Dokonując dekompozycji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (na dwa kluczowe komponenty: przepływy finansowe i efekt wyceny), dochodzi do wniosku, że przepływy finansowe wynikające z deficytu CA były głównym źródłem narastającego zadłużenia USA, jednak przyspieszenie w latach 1999–2001 wynikało w dużej mierze z aprecjacji USD. Efekt wyceny przyczynił się w 1/3 do pogorszenia pozycji netto w okresie 1999–2001, co stanowi istotny kontrast w stosunku do lat wcześniejszych, kiedy oddziaływanie jego było nieznaczne.

Również P. Gourinchas i inni[91] akcentują rolę kanału wyceny w stabilizowaniu pozycji zewnętrznej USA. Wykazują oni, że historycznie (od lat 50.) ok. 31% cyklicznych dostosowań zewnętrznych USA dokonało się poprzez kanał wyceny, podczas gdy 56% poprzez zmiany w eksporcie netto. Rola kanału wyceny może być więc istotna, absorbując 31% nierównowagi zewnętrznej USA, redukuje on nacisk na rolę budżetu w procesie dostosowawczym. W krótkim i średnim okresie, większość procesu dostosowawczego dokonuje się poprzez dochodowości aktywów, podczas gdy w długim okresie poprzez bilans handlowy (zmiany w eksporcie netto). Kanał wyceny, poprzez zmiany kursu walutowego, może przyczynić się do poprawy międzynarodowej pozycji inwestycyjnej USA. Dynamika kursu walutowego odgrywa zatem dualną rolę w procesie dostosowawczym: zmienia dyferencjał w stopach zwrotu między aktywami i pasywami denominowanymi w różnych walutach oraz wpływa na przyszły eksport netto.

Zasadniczy wniosek z powyższej analizy procesów dostosowawczych sprowadza się do stwierdzenia, że wraz ze wzrostem globalizacji finansowej USA będą w stanie odnotowywać większe nierównowagi zewnętrzne pod warunkiem, że inwestorzy zagraniczni będą skłonni akumulować, denominowane w deprecjonującym się USD, pasywa.

Przeciwny pogląd wyrażają P. Lane i inni[92], którzy dostrzegają problematyczność związaną z rolą kanału wyceny w procesie dostosowawczym. Dla krajów, w przypadku których dewaluacja oznacza pozytywny efekt wyceny, co prowadzi do poprawy pozycji inwestycyjnej netto, powstaje niebezpieczeństwo

---

[90] C. Tille, *The impact of exchange rate movements on U.S. foreign debt*, Current Issues in economics and finance, Federal Reserve Bank of New York, vol. 9, no. 1, January 2003.

[91] P. Gourinchas, H. Rey, *International financial adjustment*, Princeton 2004.

[92] P. Lane, M. Milesi-Ferretti, *The drivers of financial globalisation*, „American Economic Review" 2008, vol. 98(2).

kosztu reputacji (*reputation cost*). Koszt reputacji oznacza, że inwestorzy zagraniczni będą w przyszłości żądali wyższej premii, aby skompensować ryzyko kolejnych dewaluacji. Dlatego też decydenci polityczni nie powinni wykorzystywać dewaluacji jako formy opodatkowania kapitału. Podczas gdy problem ten jest czynnikiem tłumaczącym dolaryzację pasywów i przewagę długu o krótkotrwałej zapadalności w krajach *emerging markets*, jest także istotny w przypadku rozwiniętych gospodarek dłużniczych.

Rolę kanału wyceny w dynamice międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wskazuje tabela 13. Przyjmując kryterium oceny *sustainability* nierównowagi na podstawie kształtowania się wskaźnika aktywów netto/PKB (por. rozdział I), widać istotną rolę tego komponentu pozycji inwestycyjnej w przypadku USA. Z tabeli 13 wynika, że wskaźnik ten w latach 2000–2004 pogorszył się w takim samym stopniu w przypadku USA i UGiW, odpowiednio o 5,6 p.p i 5,8 p.p, pomimo dużych różnic w kształtowaniu się salda CA.

Tabela 13. Ewolucja wskaźnika aktywów netto/PKB w okresie 2000–2004 dla UGiW i USA

Wyszczególnienie	UGiW	USA
Wyjściowa międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (jako % PKB)	–9,8	–16,7
Zmiana w MPIN (jako % PKB), z czego	–5,6	–5,8
skumulowany CA w stosunku do wzrostu PKB	1,6	–18,8
wzrost PKB	1,4	3,9
strata/zysk kapitałowy	–9,0	10,1
błędy i opuszczenia	0,4	–0,9
Wybrane parametry (w %)		
Zmiana w realnym efektywnym kursie walutowym	31,5	–14,8
Ceny instrumentów giełdowych (zagraniczne – krajowe)	4,4	11,6
Średnia stopa zwrotu z aktywów	–2,7	4,8
Średnia stopa zwrotu z pasywów	–0,5	–0,4

Źródło: *Quarterly report on the euro area*, European Commission, October 2005.

W przypadku USA, skumulowany deficyt CA sięgający 18,8% PKB był w dużym stopniu neutralizowany przez zysk kapitałowy (wynikający z wyższej stopy zwrotu z zagranicznych pasywów w stosunku do aktywów) sięgający 10% PKB. Proces ten wspierany był znaczną efektywną deprecjacją realną USD, sięgającą 15%.

UGiW, odnotowała stratę kapitałową przekraczającą skumulowaną nadwyżkę CA. Większość tej straty wynika ze znacznej aprecjacji (30%) euro w analizowanym okresie. Dodatkowo, niski wzrost gospodarczy obniżył wskaźnik aktywów netto/PKB jedynie o 1,4 punktu procentowego, podczas gdy w USA o 4 punkty procentowe w okresie 2000–2004.

6.3.3. Rola kanału handlowego

W dyskusji na temat oddziaływania kursowego kanału dostosowawczego poglądy wyraźnie się polaryzują między zwolenników wiodącej roli kanału wyceny i kanału handlowego.

M. Obstfeld i inni[93] uważają, że proces dostosowawczy powinien się dokonać kanałem handlowym, a nie kanałem wyceny. Wzrastająca integracja rynków kapitałowych w najlepszym razie może opóźnić proces dostosowawczy, jednak korekta deficytu płatniczego USA musi wiązać się z głębokimi zmianami kursowymi, kanałem handlowym. Autorzy stawiają taką tezę na gruncie roli bilansu handlowego w bilansie CA w USA (faktycznie, w okresie 2001–2005, deficyt handlowy stanowił 91% deficytu CA).

Według nich pogłębianie się deficytu CA w USA doprowadzi do deprecjacji USD. Jednak w przeciwieństwie do P. Gourinchasa i innych[94] nie opierają swojego wywodu na konsekwencjach rosnącej integracji międzynarodowych rynków kapitałowych, lecz na ruchach cen relatywnych niezbędnych do utrzymania równowagi na rynku dóbr w procesie dostosowawczym. Autorzy szacują, że dla utrzymania równowagi ogólnej procesowi korekty deficytu płatniczego USA musi towarzyszyć co najmniej 20% deprecjacja USD (a w bardziej ekstremalnym scenariuszu 40%).

Rola kanału handlowego w procesie korekty nierównowag globalnych uzależniona jest od znaczenia eksportu do USA w PKB kraju. Dane za 2004 r. wskazują, że udział ten waha się od 23% w małych otwartych gospodarkach azjatyckich (Hong Kong, Singapur, Tajwan) do niskiego poziomu 4% w strefie euro i Japonii. Pośrodku znajdują się:

– kraje anglosaskie (Australia, Kanada, Nowa Zelandia, Wielka Brytania) – 15% PKB,
– większe kraje Azji Wschodniej (Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Płd., Tajlandia) – 13%,
– Chiny – 15%.

W przypadku krajów Ameryki Łacińskiej udział eksportu do USA w PKB kraju stanowi 7%.

Z badań MFW wynika, że współczesny handel jest dość równomiernie dystrybuowany pomiędzy różne bloki gospodarcze, co powoduje, że dostosowanie CA w USA miałoby bardziej równomierne skutki dla reszty świata. Poza azjatyckimi krajami *emerging markets*, w mniejszym stopniu byłyby dotknięte negatywnymi skutkami procesu dostosowawczego niż w latach 80., jednocze-

[93] M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global current account imbalances and exchange rate adjustment*, „Brooking Papers on Economic Activity" 2005, no. 1.

[94] P. Gourinchas, H. Rey, *International…*

śnie korzystając z silnego wzrostu gospodarczego w Azji. Azjatyckie kraje *emerging markets* są bardziej narażone na skutki korekty deficytu CA ze względu na większy udział w handlu z USA.

Tabela 14. Kierunek bilateralnego handlu towarowego (import i eksport) w stosunku do krajowego/regionu PKB

1994						
Partner handlowy →	Europa[a]	USA	Japonia	Azjatyckie kraje *emerging markets*	Inne	Całkowite
Kraj/region ↓						
UGiW	8	4	1,1	1,6	12,4	26,9
USA	3,3		2,1	2,2	6,6	14,2
Japonia	2,9	6,9		6,1	8,3	24,2
Azjatyckie kraje *emerging markets*	5,7	9,3	8,5		8,6	32,5
2004						
Kraj/region ↓						
UGiW	8,6	3,9	1,2	4,2	11,8	29,8
USA	4,1		1,6	4,8	9,6	20
Japonia	3,2	4,1		10	4,5	21,8
Azjatyckie kraje *emerging markets*	12	12	11,4		14,8	51,1

[a] Obejmuje Danię, Norwegię, Szwecję, Szwajcarię, Wielką Brytanię jako partnerów handlowych dla krajów UGiW; razem z krajami UGiW są traktowane łącznie jako partnerzy handlowi dla innych krajów/regionów.

Uwaga: wyliczenia jako bilateralny eksport i import w ujęciu do krajowego/regionu PKB. Dla UGiW, kategoria Europa wyłącza handel wewnątrz UGiW. Dane z regionów nie sumują się w całości, w wyniku istnienia handlu nierejestrowanego.

Źródło: P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *Europe and global imbalances*, IMF Working Paper, WP/07/144.

W tabeli 14 pokazano, oprócz istotnego wzrostu roli handlu z krajów azjatyckich *emerging markets*, następujące współzależności globalne:

– dla UGiW bilateralny handel z USA ma relatywnie małe znaczenie, mierzony PKB niewiele wzrósł w ciągu ostatnich 20 lat. W tym kontekście spowolnienie gospodarcze w USA (lub zmiana wydatków z towarów importowanych na krajowe) ma relatywnie małe znaczenie dla UGiW,

– dla UGiW, kraje azjatyckie stanowią równie istotny kierunek handlu jak USA,

– dla krajów azjatyckich istotne są związki handlowe z USA. Spadek popytu amerykańskiego będzie zatem bardziej odczuwalny w krajach azjatyckich, niż w Europie.

Tabela 14 nie oddaje istotnej kwestii konkurowania eksporterów z USA i UGiW na rynkach krajów trzecich. W tym aspekcie ekspansja eksportu amerykańskiego uruchomiona poprzez deprecjację USD stanowi zagrożenie dla konkurencyjności UGiW.

7. Główne „osie nierównowag". Uwarunkowania polityki makroekonomicznej, wskaźniki nierównowag zewnętrznych i rola w globalnej nierównowadze płatniczej

7.1. Stany Zjednoczone

7.1.1. Kształtowanie się salda CA i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

Mimo, że są kraje o wyższym poziomie deficytu CA w stosunku do PKB, w ujęciu absolutnym deficyt USA dominuje w globalnej dystrybucji deficytów. D. Backus i inni zwracają uwagę, że USA odnotowywały wysokie deficyty CA w XIX w. – w 1815 r. wynosił 5% PKB, a w okresie 1830–1870 odnotowywano uporczywy deficyt[95]. W ramach systemu wielodewizowego Stany Zjednoczone odnotowują deficyt na rachunku CA od 1982 r., z przerwą na niewielką nadwyżkę w 1991 r. W największym stopniu wpływa na to deficyt handlowy[96], który utrzymuje się od 1971 r., osiągając nadwyżkę jedynie w roku 1973 oraz 1975.

Analizy nierównowagi zewnętrznej USA prowadzone w początkowym okresie (lata 80.) akcentowały rolę deficytu budżetowego jako kluczowej determinanty deficytu handlowego. W analizach zwracano uwagę, że jego konsekwencją był wzrost realnych stóp procentowych i wzmocnienie trendu aprecjacyjnego USD. Nie tylko uproszczona – w stosunku do dzisiejszych analiz – była interpretacja hipotezy nierównowagi zewnętrznej, lecz także ocena jej potencjalnego wpływu na gospodarkę globalną. Argumentowano, że dzięki deficytowi obrotów bieżących USA poprawiła się globalna alokacja kapitału oraz że dzięki temu deficytowi możliwe było większe ożywienie w Europie[97]. Faktycznie, deficyty CA odnotowywane w ostatnich latach podtrzymywały globalny wzrost gospodarczy, przyczyniając się do wzrostu globalnego o 0,3% rocznie w okresie

[95] D. Backus, F. Lambert, *Current account fact and fiction*, Stern School, New York University, New York 2005.

[96] Dochody z eksportu pokrywają mniej niż 65% importu, co obrazuje skalę nierównowagi bilansu handlowego.

[97] K. Rybiński, *Globalne...*

2000–2005[98]. Przyczyniły się także do zasadniczych zmian strukturalnych w światowej produkcji i przepływach handlowych, gdyż rozwijające się kraje azjatyckie (głównie Chiny) specjalizują się w produkcji towarów przemysłowych, z czego zasadnicza część jest kierowana na eksport. USA specjalizują się w produkcji towarów i usług, które są w niewielkim stopniu przedmiotem handlu międzynarodowego, zatem produkowane na rynek krajowy[99].

Skala deficytu CA rośnie od końca lat 90. z 1,4% PKB na początku lat 90. do 6,5% PKB w 2006 r., kiedy to osiągnął szczytowy poziom zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w odniesieniu do PKB (790 mld USD i 6% PKB). W 2004 r. deficyt CA stanowił 57% amerykańskiego PKB oraz 1,6% światowego PKB, co jest znacznym kontrastem w stosunku do lat 80, kiedy nie przekraczał 3,5% amerykańskiego PKB oraz 1% światowego PKB. Stanowi bezprecedensowy przykład uporczywości i wysokości deficytu notowanego przez kraj uprzemysłowiony. USA absorbują ok. 70% odpływu kapitału netto z krajów nadwyżkowych, mimo znacznego spadku wartości USD od 2001 r.[100]

W okresie 2002–2006 import przewyższał eksport we wszystkich kategoriach towarowych. Największy deficyt odnotowano w dobrach konsumpcyjnych, *industrial supplies* oraz sektorze motoryzacyjnym. W 2007 r., artykuły spożywcze i napoje były jedną kategorią z nadwyżką, podczas gdy poprawa w całkowitym bilansie obrotów towarowych wyniosła jedynie 16 mld USD, mimo 9-procentowej deprecjacji realnego kursu dolara w okresie jednego roku i ponad 35-procentowej w okresie 2002–2007. Okresowy wzrost cen ropy odnotowany w 2008 r. doprowadził do dalszego pogorszenia się bilansu towarowego pomimo spadku wydatków konsumpcyjnych odnotowanego w tym roku.

Należy podkreślić, że rola cen ropy naftowej w procesach dostosowawczych amerykańskiego bilansu płatniczego jest niezwykle istotna. Szacuje się, że wzrost ceny baryłki ropy naftowej o 10$ pogarsza bilans handlowy o 0,25% PKB. Zatem, wzrost cen ropy przyczynił się do wzrostu deficytu na rachunku CA o 170 mld USD od 2003 r. Szacunki wskazują, że gdyby nie nastąpił wzrost cen ropy w okresie 2002–2007, deficyt CA w 2007 r. wyniósłby 4% PKB[101].

Jednocześnie USD w ujęciu realnym efektywnym w 2005 r. osiągnął poziom nieznacznie wyższy od poziomu sprzed 15 lat, kiedy rozpoczął się okres deficytów płatniczych USA. Kształtowanie się kursu USD wskazuje na łatwość finansowania deficytu płatniczego. Rola USD w procesie narastania deficytu CA

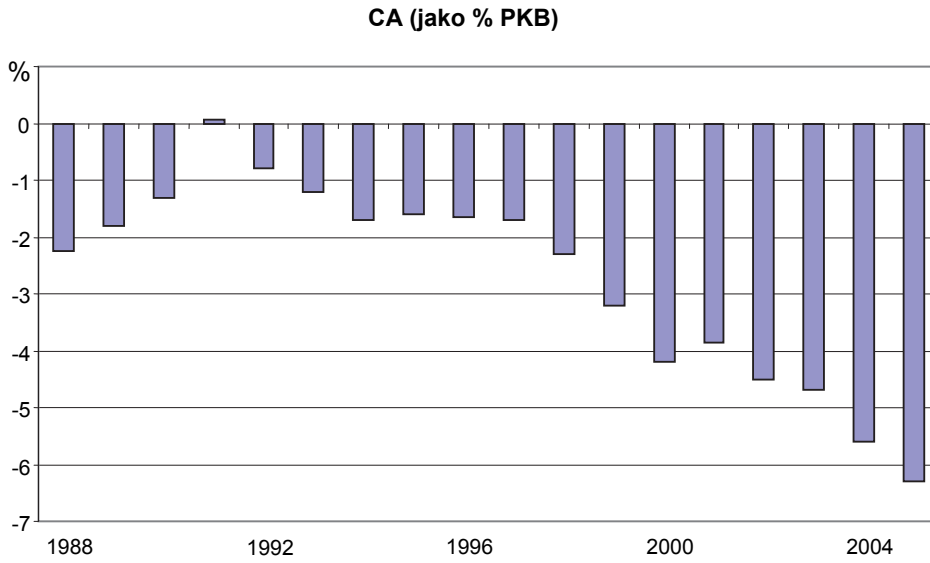
---

[98] E. Truman, *Postponing…*

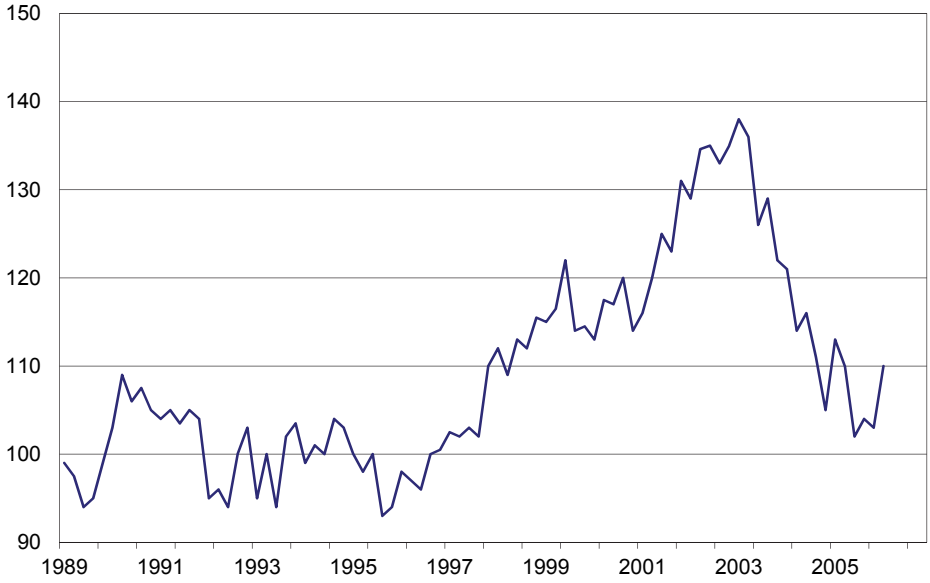
[99] J. D'Arista, D. Griffith-Jones, *The dilemmas and dangers of the build-up of US debt: proposals for policy responses*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad The Hague, 2006.

[100] *Global current account imbalances and the euro area*, Quarterly Report on the Euro Area, October 2005.

[101] Za: E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena, vol. 37, no. 3/2008.



Index realnego kursu efektywnego ważonego handlem 1988 = 100



Wykres 10. Kształtowanie się CAD i realnego efektywnego kursu USD. Indeks realnego kursu efektywnego handlem (1988 = 100)

Źródło: J. Macfarlane, *What are the global imbalances*, Reserve Bank of Australia.

jest ograniczona. W pierwszym okresie, od połowy lat 90. do ok. 2000 r. USD aprecjonował się wraz ze zwiększającym się deficytem. Następnie rozpoczął się okres deprecjacji USD. Falowanie kursu USD przełożyło się na to, że w ujęciu realnym efektywnym (mierzonym jednostkowymi kosztami pracy) w okresie 1997–2005 USD uległ nieznacznej aprecjacji (poniżej 5%). Oznacza to, że kształtowanie się kursu USD nie było wiodącym czynnikiem deficytów CA.

W rezultacie trwałych deficytów CA, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto po raz pierwszy osiągnęła poziom ujemny w 1986 r. i pozostawała ujemna, osiągając w 2008 r. poziom 3,47 tryliona USD. USA doświadczały istotnego pogarszania ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w okresie 1999–2001. Od tego czasu pozycja inwestycyjna netto w miarę się ustabilizowała, pomimo pogłębiania deficytu CA. Aby zrozumieć zagadkową stabilność pozycji inwestycyjnej netto USA mimo pogłębiania deficytu CA, należy zwrócić uwagę na pozycje inwestycyjne brutto, a nie netto, co pozwoli uchwycić istotną kwestię, mianowicie równoległe narastanie aktywów i pasywów zagranicznych kraju. Wraz ze wzrostem skali przepływów kapitałowych brutto rośnie bowiem znaczenie *capital gain/losses*. Warto nadmienić, że napływ netto zagranicznych inwestycji do USA jest znacznie większy niż potrzeby sfinansowania deficytu CA. Ten nadmierny napływ oszczędności zagranicznych powraca do gospodarki globalnej; rezydenci w USA dokonują „recyclingu" nadwyżki kapitału, która nie znalazła produktywnego zastosowania w kraju[102].

Ponadto, na skutek wzrostu PKB, ujemna pozycja inwestycyjna spadła jako % PKB, z 23,1% PKB w 2001 r. do 20,4 % PKB w 2005 r.

Skalę pogarszania się pozycji inwestycyjnej obrazuje fakt, że w 1982 r. aktywa zagraniczne USA stanowiły 30% amerykańskiego PKB, zaś pasywa zagraniczne 22%. W 2003 r., aktywa zagraniczne stanowiły już 72% amerykańskiego PKB, zaś pasywa 96%, powodując, że zadłużenie netto wyniosło 24% PKB.

Wzrost ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej USA nie przełożył się jednak na wzrost płatności netto z tytułu dochodu z inwestycji (co oznacza, że dochód z inwestycji netto jest dodatni), a to przyciąga uwagę i jest szeroko analizowane w literaturze przedmiotu. Zjawisko to interpretuje się posługując się strukturą walutową oraz instrumentów aktywów i pasywów zagranicznych USA. W aktywach zagranicznych USA dominują akcje i bezpośrednie inwestycje zagraniczne, podczas gdy w pasywach zagranicznych dłużne papiery skarbowe i korporacyjne.

---

[102] A. Greenspan nazwał to zjawisko „*overfinancing*" , uznając je za trwały przejaw wzrastających stóp zwrotu z amerykańskich aktywów. Za: A. Greenspan, *The future of the euro*, Address to the 21st Annual Monetary Conference cosponsored by The Economist and the Cato Institute, Washington, November 2003.

W okresie narastania ujemnej pozycji netto najbardziej spektakularny był w strukturze:

– aktywów zagranicznych wzrost roli bezpośrednich inwestycji zagranicznych i inwestycji w akcje,

– pasywów zagranicznych wzrost udziału papierów skarbowych.

Ze względu na strukturę instrumentów aktywów i pasywów zagranicznych – koncentracja aktywów w instrumentach o krótszej zapadalności i generujących wyższą stopę zwrotu (jak akcje i bezpośrednie inwestycje zagraniczne), oraz pasywów w instrumentach o dłuższej zapadalności i o niższej stopie zwrotu (jak kapitał dłużny i pożyczki bankowe), P. Gourinchas i inni określa USA jako światowego *venture capitalist*. Termin ten oznacza zdolność USA do konwersji zapadalności inwestycji, co umożliwia osiąganie wyższego zwrotu z inwestycji (*return privilege*) dla USA. Zwraca jednocześnie uwagę na transformację USA ze światowego bankiera (*world banker*) w kierunku *world venture capitalist*[103].

W dynamice pozycji zewnętrznych USA występują zatem dwie zagadkowe kwestie:

1. Duże deficyty CA są tylko częściowo odzwierciedlone w pogarszaniu się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

2. Bilans dochodów (napływ netto dochodów generowanych przez zagraniczne pozycje inwestycyjne) pozostaje trwale dodatni pomimo ujemnej pozycji inwestycyjnej. Inaczej mówiąc, pogarszanie się pozycji inwestycyjnej netto USA nie przełożyło się na pogorszenie bilansu dochodów. Wynika to z faktu, że rezydenci amerykańscy płacą relatywnie niskie odsetki od pasywów zagranicznych, osiągając znacznie wyższe odsetki od aktywów zagranicznych. W literaturze akcentuje się dwie przyczyny tego stanu:

– pierwszą z nich, dla której bilans dochodów USA jest dodatni, to wysoka stopa zwrotu z amerykańskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w porównaniu do zagranicznych w USA. Wśród przyczyn tego stanu popularna stała się koncepcja *dark matter*. Jednak z badań przeprowadzonych przez A. Health wynika, że różnic w dochodowości bezpośrednich inwestycji zagranicznych nie należy upatrywać w istnieniu „niemierzalnych aktywów", ani odmiennych uwarunkowań inwestycji (np. strukturze przemysłowej krajów)[104];

– drugą jest dodatni bilans netto w instrumentach *equity*, przy ujemnym bilansie netto w instrumentach dłużnych. Przyczynia się to do dodatniego salda bilansu dochodów, gdyż roczny przychód z inwestycji w instrumenty *equity* jest wyższy niż w instrumentach dłużnych.

---

[103] P. Gourinchas, H. Rey, *From World bank to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege*, [w:] R. Clarida (ed.), *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, Chicago: University of Chicago Press, 2007.

[104] A. Health, *What explains the US net income balance?*, BIS Working Paper, January 2007.

Dodatni bilans dochodów, w dużej mierze pokrywający deficyt handlowy USA jest postrzegany jako optymistyczny argument na rzecz *sustainability* amerykańskiej nierównowagi zewnętrznej. Jednak wzrost stóp procentowych spowodował spadek różnic w dochodowościach między instrumentami *equity* i dłużnymi, co osłabiło pozytywną oceną *sustainability* nierównowagi zewnętrznej USA. Wzrost stóp procentowych w USA w połączeniu ze wzrostem zadłużenia zagranicznego USA mogą mieć negatywny wpływ na bilans dochodów w nadchodzących latach.

Ekonomiści zazwyczaj postrzegają drugą zagadkę jako wynik centralnej roli USA w międzynarodowym systemie walutowym, wyrażającą się w zdolności do emitowania waluty międzynarodowej. Obie przyczyniają się do tzw. nadzwyczajnego przywileju (*exorbitant privilege*) emitowania waluty międzynarodowej i bycia centrum finansowym świata, a przez to transformowania oszczędności z reszty świata w kapitały o wyższym ryzyku.

Należy podkreślić, że obie zagadki są koncepcyjne rozdzielne, jednak często mylnie utożsamiane w literaturze. Takie postrzeganie obu zjawisk wynika z faktu, że zarówno zysk kapitałowy (*valuation gain*), jak i dochód z inwestycji (*investment income*) przyczyniają się w przypadku USA do dodatniej różnicy w stopach zwrotu. Tym niemniej, należy pamiętać, że tylko zysk kapitałowy (a nie dochód z inwestycji) tłumaczy rozbieżność między skumulowanymi deficytami CA i międzynarodową pozycją inwestycyjną (pierwsza zagadkowa kwestia).

Rola bilansu dochodów netto ma drugorzędne znaczenie w porównaniu z *capital gain* w ocenie zewnętrznej pozycji USA.

Tabela 15. Średnie roczne stopy zwrotu z inwestycji sektora prywatnego 2001–2005 (jako %)

Wyszczególnienie	Aktywa amerykańskie za granicą	Zagraniczne aktywa w USA
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (wartość rynkowa)	8,8	0,7
Akcje	8,5	2,3
Obligacje (przedsiębiorstw, rządu, agencyjne)	7,2	6,0
Wszystkie papiery wartościowe (akcje i obligacje)	7,7	3,7

Źródło: K. Forbes, *Global imbalances: a source of strength of weakness*?, „Cato Journal" 2007, vol. 27, no. 2.

Analiza aktywów i pasywów zagranicznych USA wykazuje pewne asymetrie[105]:

– w pasywach zagranicznych dominują pasywa krótkoterminowe, zaś w aktywach zagranicznych – długoterminowe. W aktywach zagranicznych dominują bezpośrednie inwestycje zagraniczne i akcje, zaś w pasywach zagranicznych rynkowe aktywa finansowe, które mogą być łatwo zbywalne (akcje, obligacje, papiery skarbowe, pasywa bankowe);

– sektor publiczny USA posiada niewielką ilość aktywów zagranicznych, podczas gdy zagraniczny sektor publiczny jest istotnym posiadaczem amerykańskich aktywów.

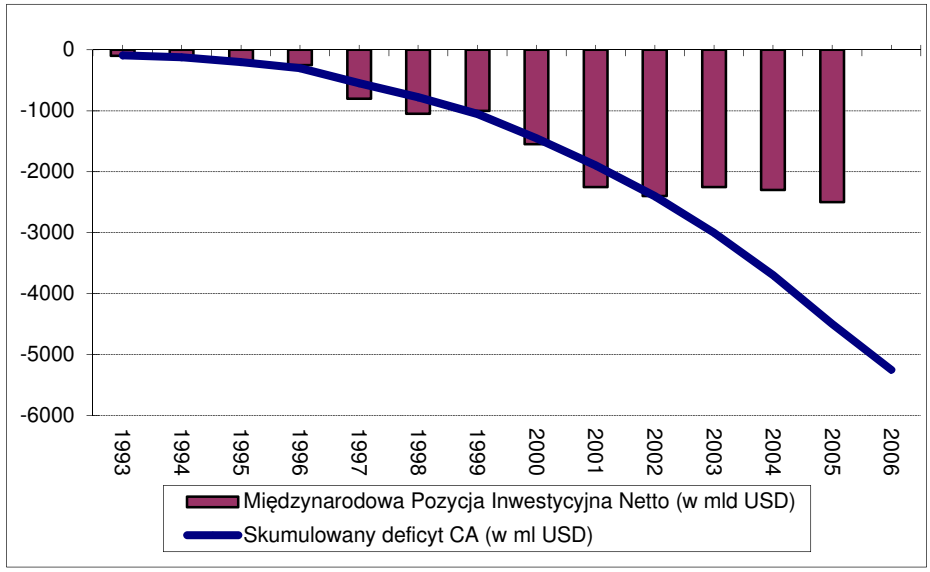
Asymetria ta wskazuje, że USA brakuje płynnych aktywów zagranicznych, które mogłyby zostać sprzedane w sytuacji nagłego spadku lub wycofania kapitału zagranicznego.

Struktura walutowa aktywów i pasywów zagranicznych istotnie wpływa na kształtowanie się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Jak się często wskazuje, ok. 70% aktywów amerykańskich jest denominowanych w walutach obcych, a 95% zobowiązań w USD. Specyficzna kompozycja walutowa amerykańskiego portfela powoduje, że spadająca wartość USD ma jednocześnie stabilizujący efekt dla realnej wartości amerykańskiego zadłużenia zagranicznego netto. Deprecjacja USD podnosi dolarową wartość aktywów zagranicznych oraz – przy niezmienionej wartości pasywów – poprawia pozycję inwestycyjną netto; innymi słowy – redukuje zadłużenie USA względem reszty świata w odniesieniu do realnych zasobów.

Paradoksalne współistnienie dodatniego salda dochodów z inwestycji w bilansie płatniczym z akumulacją zadłużenia zagranicznego wyjaśnia zatem efekt wyceny. W przypadku USA, kanał wyceny działa jako *shock absorber*, dostarczając argumentu na rzecz obsługiwalności zadłużenia USA i utrzymywalności (*sustainability*) nierównowag globalnych. Szacunki empiryczne nieznacznie się różnią, jednak z badań P. Lane'a i innych wynika, że 10% deprecjacja USD poprawia pozycję inwestycyjną netto w USA o ok. 5% PKB[106]. Stabilizacyjne działanie kanału wyceny jest widoczne, jeśli weźmiemy pod uwagę, że skumulowana wartość deficytu CA z okresu 1993–2005 wyniosła 4,4 tld USD, podczas gdy wzrost ujemnej pozycji inwestycyjnej w tym okresie osiągnął „jedynie" 2,4 tld USD. Ze statystyk wynika, że pozytywny efekt wyceny stanowił ok. 2,8% PKB średnio w okresie 2002–2004.

[105] J. D'Arista, D. Griffith-Jones, *The dilemmas*…

[106] P. Lane, M. Milesi-Ferretti, *The drivers*…



Wykres 11. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna USA i skumulowany deficyt CA w okresie 1993–2006 (w mld USD)

Źródło: M. Xafa, *Global imbalances and financial stability*, IMF Working Paper, WP/07/11, May 2007.

Według danych Bureau of Economic Analysis (BEA) międzynarodowa pozycja inwestycyjna USA poprawiła się w 2004 r. (w 2003 r wynosiła 2,37 tln USD, w 2004 2,54 trl USD). Pozytywny efekt wyceny (*valuation gain*), wynoszący 415 mld USD, ograniczył pogarszanie się MPI. Na efekt ten wpływ miały zmiany cen aktywów (145 mld USD) i zmiany kursu walutowego (270 mld USD). Wpływ cen aktywów wynikał ze wzrostu wartości aktywów zagranicznych będących w posiadaniu podmiotów amerykańskich w większym stopniu niż wzrost wartości aktywów amerykańskich będących w posiadaniu zagranicy. Pozytywny wpływ kursu walutowego wynikał z nominalnej deprecjacji USD wobec większości walut.

Należy jednak pamiętać, że według alternatywnego poglądu stabilizacyjny wpływ *valuation effect* na pozycję zewnętrzną USA należy traktować jako czynnik opóźniający, a nie usuwający potrzebę dostosowań np. kanałem handlowym w celu osiągnięcia w długim okresie *sustainablity* pozycji zewnętrznej.

Badania przeprowadzone przez M. Habiba potwierdzają, że „nadmierny zwrot" z aktywów zagranicznych netto USA, stanowiący ponad 330 punktów bazowych rocznie w okresie 1981–2007, jest rzeczywiście wyrazem „nadmiernego przywileju" z perspektywy globalnej, znacznie większego niż odnotowują inne kraje. 1/3 nadmiernego zwrotu jest tłumaczona dodatnią różnicą dochodowości wynikającą z dochodu z inwestycji, zaś 2/3 zyskiem kapitałowym. Jeśli

chodzi o komponent dochodowości wynikający z dochodu z inwestycji, inne kraje emitujące walutę międzynarodową (Japonia, Szwajcaria) odnotowują dodatnią różnicę dochodowości w podobnym stopniu jak USA. Jednak nadmierny zwrot wynikający z zysku kapitałowego w przypadku USA nie jest notowany na podobną skalę w przypadku innych krajów[107].

Cechą charakterystyczną jest utrzymujący się trend wyższej dochodowości amerykańskich pasywów od aktywów. W okresie 2001–2005 cudzoziemcy inwestujący w USA osiągali średnią roczną stopę zwrotu 2,2%, zaś amerykańscy inwestorzy z inwestycji zagranicznych 6,2%. Nawet wyłączając efekt kursowy, inwestorzy amerykańscy osiągali wyższy zwrot z zagranicznych inwestycji, niż cudzoziemcy z inwestycji w USA.

Tabela 16. Stopa zwrotu z inwestycji (jako %)

Rok	Zawiera efekt zmiany kursu walutowego		Z wyłączeniem efektu zmiany kursu walutowego	
	amerykańskie aktywa zagraniczne	zagraniczne aktywa w USA	amerykańskie aktywa zagraniczne	zagraniczne aktywa w USA
2001	–7,9	–2,6	–5,8	–2,4
2002	–4,9	–5,5	–8,7	–5,9
2003	21,2	10,5	14,2	9,8
2004	12,6	5,8	9,1	5,4
2005	9,9	2,6	14,2	3,0
Średnia 2001–2005	6,2	2,2	4,6	0,0

Źródło: K. Forbes, *Global imbalances: a source of strength of weakness*?, „Cato Journal" 2007, vol. 27, no. 2.

7.1.2. Struktura zagranicznego popytu na amerykańskie aktywa finansowe

Analiza kształtowania się międzynarodowej pozycji inwestycyjnej USA wskazuje, że w ostatnich latach zmienił się sposób finansowania deficytu CA. Spadkowi znaczenia inwestycji bezpośrednich w latach 2000–2004 towarzyszy wzrost znaczenia kapitału oficjalnego.

W 2004 r. napływ netto zagranicznego kapitału oficjalnego (395 mld USD) przekroczył – jak się wydawało – „rekordowy poziom" z roku poprzedniego (278 mld USD) i zwrócił uwagę na zagraniczny sektor oficjalny jako główne źródło finansowania CA. O ile do 2001 r. deficyt CA finansowali głównie

[107] M. Habib, *Excess returns on net foreign assets. The exorbitant privilege from a global perspective*, ECB Working Paper, no. 1158/February 2010.

inwestorzy prywatni, o tyle od 2001 r. w ujęciu netto nierównowaga zewnętrzna USA jest finansowana głównie przez zagraniczny sektor oficjalny.

Dynamiczny wzrost zakupów amerykańskich aktywów finansowych ze strony zagranicznych banków centralnych powoduje, że w 2007 r pokrywały one więcej niż całkowite potrzeby finansowe netto USA.

Tabela 17. Finansowanie deficytu CA przez sektor prywatny i oficjalny (w mld USD)

Wyszczególnienie	1997–1999	2000–2002	2003–2004
Deficyt CA	218	427	594
Całkowity napływ kapitału netto	176	462	573
Napływ netto kapitału prywatnego, z czego:	160	404	233
inwestycje bezpośrednie	34	38	–109
inwestycje portfelowe	126	366	343
Napływ netto kapitału oficjalnego	15	59	340

Źródło: *Global imbalances*, European Economic Advisory Group, Report on the European Economy, 2006.

Jednocześnie należy zauważyć, że udział zagranicznego kapitału oficjalnego wynosił tylko 27,4% całkowitego zagranicznego zakupu amerykańskich aktywów finansowych. To sektor prywatny jest – i pozostaje – główną siłą międzynarodowych przepływów kapitału i źródłem finansowania ekspansji kredytu w USA. Jednakże zakupy amerykańskich aktywów finansowych ze strony zagranicznego sektora prywatnego „znoszą się wzajemnie" z zakupami zagranicznych aktywów finansowych ze strony amerykańskiego sektora prywatnego. Efekt „znoszenia się" w zakupach sektora prywatnego powoduje, że zagraniczny sektor oficjalny stanowi główne źródło finansowania amerykańskiego CA. Większą czytelność struktury zagranicznego popytu na amerykańskie aktywa finansowe uzyskuje się poprzez analizę przepływów kapitałowych brutto. Dane wskazują, że udział zagranicznego sektora oficjalnego w napływie kapitału do USA jest relatywnie mały, zwłaszcza w odniesieniu do przepływów brutto (aniżeli netto). Z danych BEA wynika, że w 2005 r. tylko 199 mld USD z 1,2 tryliona USD przepływów kapitałowych brutto do USA było przeznaczonych na zakup amerykańskich papierów skarbowych (w tym bonów agencyjnych), które tradycyjnie stanowią główny instrument inwestycji sektora oficjalnego. 85% przepływów kapitałowych brutto odzwierciedla inwestycje w obszarach, które nie są tradycyjną domeną inwestycji sektora oficjalnego.

Zgodnie z danymi US Treasury, udział amerykańskich aktywów finansowych będących w posiadaniu zagranicznego sektora oficjalnego w całkowitych zagranicznych inwestycjach w USA był całkiem wysoki w okresie 1974–1984,

kiedy wynosił ok. 40%, w porównaniu z 24% osiągniętymi w 2005 r. Spadek ten tłumaczy się tym, że wzrost zasobu aktywów dolarowych będących w posiadaniu zagranicznego sektora oficjalnego został wyprzedzony przez wzrost zasobu tychże aktywów będących w posiadaniu sektora prywatnego. Dlatego też E. Truman uważa, że głównym źródłem finansowania wzrastającego deficytu CA w USA są prywatne inwestycje zagraniczne transferowane poprzez międzynarodowe rynki kapitałowe[108]. Wyrażane są poglądy, że dominacja finansowania deficytu CA ze źródeł prywatnych, wraz z cyklicznością (*boom-bust cycle*) poziomu kredytów i cen aktywów (włączając w to kursy walutowe), może być czynnikiem generującym nagłą korektę nierównowag[109]. Ryzyko to wydaje się tym większe, że przepływy kapitału ze źródeł prywatnych są w znacznej mierze krótkoterminowe oraz że dużą rolę w tych przepływach odgrywają transakcje *carry trades*.

Zagraniczny sektor oficjalny inwestuje głównie w skarbowe i agencyjne papiery dłużne, ale w coraz większym stopniu także w papiery korporacyjne. W 2004 r. udział podmiotów zagranicznych będących w posiadaniu amerykańskich papierów dłużnych stanowił 52% całkowitej emisji papierów dłużnych (co oznaczało wzrost z 35% w 2000 r.), z czego większość (ok. 63%) była w posiadaniu zagranicznych podmiotów sektora oficjalnego[110]. Analiza zasobów amerykańskich papierów dłużnych będących w posiadaniu zagranicznego sektora oficjalnego od strony struktury terminowej wskazuje, że w 2004 r. 73% aktywów miało zapadalność do 5 lat, z czego dominowała zapadalność w przedziale 1–3 lata[111]. Zagraniczny sektor oficjalny koncentruje się zatem na papierach dłużnych o zapadalności krótko- i średnioterminowej, co pokrywa się z terminową strukturą amerykańskiego długu. Aktywa amerykańskie posiadane przez zagranicę w postaci rezerw walutowych w 90% są utrzymywane w instrumentach dłużnych. W przypadku banków centralnych z Ameryki Łacińskiej, 77% aktywów jest lokowanych w obligacjach, w azjatyckich krajach *emerging markets* wskaźnik ten wynosi 97%.

Ocena udziału Sovereign Wealth Funds (SWF) w finansowaniu amerykańskiego deficytu jest trudna, ze względu na brak przejrzystych danych odnośnie

---

[108] E. Truman, *Postponing global adjustment…*

[109] Pogląd taki wyrażają np. W. White, *Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?*, BIS Working Papers, no. 193, 2006.

[110] US Treasury, *Report on foreign portfolio holdings of US securities as of 30 June 2004*, Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, June 2005. Wszelkie wnioski dotyczące papierów skarbowych będących w posiadaniu zagranicznego sektora oficjalnego muszą być wyciągane ostrożnie ze względu na *custodial bias*. Powoduje on, że wiele zakupów jest rejestrowanych w głównych centrach finansowych (Belgia, Karaiby, Luksemburg, Szwajcaria, Wielka Brytania), mimo że nabywca pochodzi z innego kraju. Analiza danych z tych centrów jest skomplikowana, gdyż transakcje wynikają zarówno z aktywności zagranicznych banków centralnych, recyclingu petrodolarów, jak i działalności globalnych funduszy hedgingowych.

[111] *Ibidem.*

do wartości struktury aktywów SWF. E. Alberola i inni szacuje, że udział SWF w finansowaniu deficytu jest znaczny i systematycznie wzrasta, stanowiąc 5% w 2003 r., 13% w 2005 r., 28% w 2007 r. Znaczenie SWF dla potrzeb pożyczkowych USA wzrosło w czasie ostatnich zawirowań na rynkach finansowych, stanowiąc istotne wsparcie dla kapitalizacji przechodzących kryzys instytucji finansowych w USA. Naturalnie, wzrastające znaczenie SWF należy wiązać z wysokimi cenami ropy naftowej i innych *commodities*, stanowiących główne zasoby większości SWF.

Udział rezerw walutowych w finansowaniu potrzeb finansowych USA jest znacznie większy niż SWF, wynosi ok. 80%, zaś SWF pozostałe 20%[112]. Biorąc pod uwagę fakt, że 60% rezerw oraz 40% aktywów SWF jest inwestowanych w USA, łącznie aktywa SEAs stanowią ok. 1 tln USD, a więc około połowę napływu kapitału brutto do USA i zapewniając około 130% finansowania netto.[113]

E. Alberola i inni podjęli próbę oszacowania przyszłej roli SWF dla finansowania deficytu USA. Koncentrowali się na tzw. *commodity* SWF (szerzej, rozdział V), w przypadku których łatwiej prognozować wzrost aktywów ze względu na czytelniejsze determinanty. Wychodząc z założenia, że wartość amerykańskiego importu ropy wynosi ok. 4,0 mld oraz istnieje zerowa elastyczność importu względem cen, wzrost cen ropy o 10$ za baryłkę podnosi potrzeby pożyczkowe USA o 40 mld USD. Taki wzrost cen ropy przełożyłby się na transfer zasobów rzędu 63–68 mld USD do SWF. Zakładając szacowany udział SWF w inwestycjach amerykańskich rzędu 40%, stanowi to 27 mld dodatkowych inwestycji w USA. Pozostałe potrzebne finansowanie amerykańskiego deficytu nie byłoby mniejsze niż 65%. Zatem zwiększony deficyt USA wynikający ze wzrostu cen ropy w automatyczny sposób jest pokrywany dodatkowymi inwestycjami SWF[114].

Przy założeniu, że struktura walutowa rezerw walutowych i SWF pozostaje niezmieniona, napływy zasobów z zagranicznych banków centralnych i SWF pokryją średnio 154% finansowych potrzeb USA w okresie 2008–2012. Nawet przy założeniu, że nastąpi zmniejszenie udziału inwestycji w USA ze strony zagranicznych banków centralnych i SWF oraz wzrost skali transferu środków z rezerw do SWF, ich rola w finansowaniu deficytu USA pozostanie istotna. Aby oszacować wpływ tych dwóch trendów na możliwości finansowania deficytu USA, E. Alberola i inni dokonali kilku analiz scenariuszowych:

– scenariusz bazowy – 40% wzrostu SWF oraz 60% wzrostu rezerw jest inwestowanych w USA;

---

[112] Za: E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena" 2008, vol. 37, no. 3.

[113] *Ibidem.*

[114] Za: *ibidem.*

– scenariusz drugi – udział inwestycji w USA jest zredukowany. 30% wzrostu SWF oraz 45% wzrostu rezerw jest inwestowanych w USA;

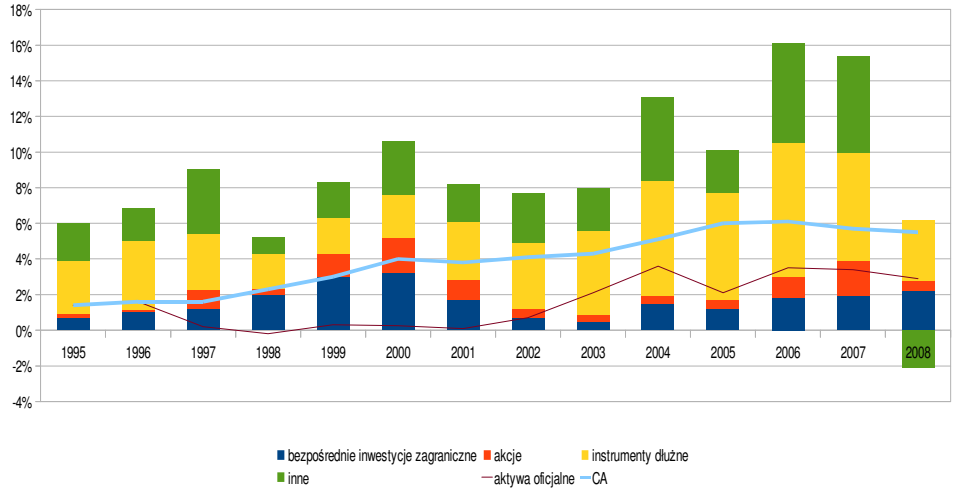
– scenariusz trzeci – udziały inwestycji w USA są utrzymane, ale 50% wzrostu rezerw jest przetransferowanych do SWF;

– scenariusz czwarty – najbardziej ekstremalny, będący odmianą dwóch poprzednich scenariuszy. Cały wzrost zasobów rezerw jest transferowany do SWF, które alokują tylko 30% swoich aktywów w USA.

Zgodnie z powyższymi scenariuszami pokrycie potrzeb finansowych netto USA ulega redukcji do 115% (scenariusz 2), 134% (scenariusz 3) oraz poniżej progu pokrycia do 86% (scenariusz 4). Mimo spadku pokrycia, rezerwy walutowe i SWF wciąż pozostaną istotnym źródłem finansowania deficytu.

Trzy czynniki mogą jednak wpłynąć niekorzystnie na powyższe wnioski:

1. Odwrócenie się trendu wzrostowego SEAs, np. wskutek załamania cen surowców (co wpłynie na wielkość aktywów SWF), przejścia krajów nadwyżkowych na reżimy płynne (co wpłynie na rezerwy walutowe) lub odwrócenia kierunków przepływu kapitału (co wpłynie na oba elementy SEAs)
2. Masowe odejście od aktywów dolarowych w portfelu rezerw walutowych i SWF
3. Masowe odejście od zasobów rezerw walutowych do akumulacji aktywów w ramach SWF, które są mniej skłonne inwestować w USA.



Wykres 12. Deficyt CA w USA i napływy kapitału (wskaźnik PKB)

Uwaga: kategoria „inne" oznacza głównie przepływy kapitałowe banków i innych instytucji finansowych, które nie są w formie papierów wartościowych. Linia „aktywa oficjalne" mierzy zakupy netto amerykańskich aktywów przez zagraniczny sektor oficjalny (głównie banki centralne) w stosunku do amerykańskiego PKB.

Źródło: O. Blanchard, G. Milesi-Ferretti, *Global imbalances: in midstream*?, IMF Staff Position Note, December 2009.

7.1.3. Implikacje finansowania nierównowag globalnych przepływami kapitału dłużnego

Jak zauważono w punkcie 7.1.2, w strukturze finansowania nierównowagi płatniczej USA zwraca uwagę rola kapitału dłużnego.

Tabela 18. Zagranica w posiadaniu amerykańskich papierów wartościowych (3 wiodące kraje), w 2008 r., w mld USD

Wyszczególnienie	Całkowite	Akcje	Długoterminowe zadłużenie skarbowe (*treasury debt*)	Długoterminowe zadłużenie agencji federalnych (*agency debt*)	Długoterminowe zadłużenie przedsiębiorstw (*corporate debt*)	Krótkoterminowe zadłużenie
Japonia	1,250	199	568	270	149	66
Chiny	1,205	100	522	527	26	30
Wielka Brytania	864	376	45	26	394	24
Całkowite	10,322	2,969	2,211	1,464	2,820	858
Chiny jako % całkowitego	11,7	3,4	23.6	36,0	0,9	3,5

Źródło: Y. Hu, *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the state administration of foreign exchange (SAFE)*, European Economy, Economic Papers, no. 421, July 2010.

Tabela 19. Zagranica w posiadaniu amerykańskich papierów wartościowych (3 wiodące kraje), jako % walorów w ich portfelu, w 2008 r., w mld USD

Wyszczególnienie	Całkowite	Akcje	Długoterminowe zadłużenie skarbowe	Długoterminowe zadłużenie agencji federalnych	Długoterminowe zadłużenie przedsiębiorstw	Zadłużenie krótkoterminowe
Japonia	100,0	15,9	45,4	21,6	11,9	5,3
Chiny	100,0	8,3	43,3	43,7	2,2	2,5
Wielka Brytania	100,0	43,5	5,2	3,0	45,6	2,8
Całkowite	100,0	28,8	21,4	14,2	27,3	8,3

Źródło: jak w tab. 18.

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, wpływ zjawiska uporczywości deficytu CA w USA na stabilność finansową jest uzależniony od możliwości podtrzymania napływu kapitału niezbędnego dla utrzymania nierównowagi. Wzrost uzależnienia finansowania amerykańskiego deficytu CA od kapitału

dłużnego powoduje, że istotne jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy napływ kapitału dłużnego reaguje na zmiany w różnicach w światowych stopach procentowych oraz zmiany kursów walutowych.

Z badań przeprowadzonych przez MFW[115] wynika, że napływ prywatnego kapitału zagranicznego w celu zakupu amerykańskich papierów dłużnych reaguje na dyferencjały stóp procentowych, a także na krajowy wzrost gospodarczy. Wpływ spreadów stóp procentowych na zagraniczny popyt na amerykańskie papiery dłużne wzrósł w ostatnim czasie. Badania nie wykazują jednocześnie wpływu oczekiwań kursowych (o charakterze adaptacyjnym) na popyt zagranicy na amerykańskie papiery dłużne. Badania zostały oparte na danych panelowych wykorzystujących spready w stopach procentowych między USA i innym krajem (jako zmienną objaśniającą), razem ze wzrostem PKB w tym kraju i miarą oczekiwań zmiany bilateralnego kursu walutowego. Dane obejmują 12 krajów w okresie 1995–2005. Podejście to jest o tyle nowatorskie, że koncentruje się na odpowiedzi popytu zagranicznego na zmiany wielkości monetarnych i makroekonomicznych w USA, podczas gdy większość badań koncentruje się na wpływie zagranicznego popytu na stopy procentowe w USA (i próbie znalezienia odpowiedzi na przyczyny „*interest rate conundrum*").

Wzrost reakcji zagranicznego popytu na amerykańskie papiery dłużne na kształtowanie się spreadów stóp procentowych (i w mniejszym zakresie na krajowy wzrost gospodarczy w krajach, których rezydenci dokonują zakupu) ma istotne konsekwencje dla rynków finansowych:

– świadczy o wzroście substytucyjności między amerykańskimi a zagranicznymi papierami dłużnymi. Stanowi to potwierdzenie tezy, że międzynarodowa integracja finansowa ułatwiła krajom utrzymywanie dużych deficytów CA, co sugeruje, że premia z tytułu stopy procentowej potrzebna dla podtrzymania określonego poziomu napływu kapitału spadła;

– wpływ spadku spreadu stóp procentowych na przepływy kapitału dłużnego może być znaczny.

7.2. Kluczowe kraje nadwyżkowe

Wśród krajów nadwyżkowych współczesnej nierównowagi globalnej wyodrębnia się dwa regiony gospodarcze: Azję (Japonię oraz kraje *emerging markets*) oraz kraje Ameryki Łacińskiej. Należy zauważyć, że rola azjatyckich krajów *emerging markets* jest znacznie większa w procesach *global imbalances* niż krajów Ameryki Łacińskiej, jeśli spojrzymy na to od strony nadwyżki na ra-

[115] *Implications of financing of global imbalances with debt flows*, World Economic Outlook, IMF, 2009.

chunku CA (zarówno w wielkościach absolutnych, jak i w stosunku do PKB) i poziomu rezerw walutowych (zarówno w wielkościach absolutnych, jak i w stosunku do PKB). Włączanie krajów Ameryki Łacińskiej do analizy zjawiska *global imbalances* w większym stopniu sprowadza się do oceny zdolności tych krajów do absorpcji szoków wynikających z uruchomionych procesów dostosowawczych aniżeli do poszukiwania w tym obszarze determinant nierównowag. Wśród czynników wpływających na zdolność krajów Ameryki Łacińskiej do absorpcji szoków dostosowawczych podkreśla się ich wysoki stopień uzależnienia od eksportu do USA. Kraje te mają również ograniczone pole dla działań dostosowawczych w zakresie polityki pieniężnej i fiskalnej. Uniknięcie spowolnienia gospodarczego w wyniku korekty nierównowagi wymagałoby zmiany kompozycji popytu – ze źródła zewnętrznego na wewnętrzne. Podstawowa rekomendacja odnośnie do roli tych krajów w procesach korekty nierównowag sprowadza się do konieczności podniesienia stopy inwestycji[116].

7.2.1. Nadwyżkowe kraje azjatyckie

Analizując nadwyżkowe kraje azjatyckie, należy pamiętać, że tylko jeden z tych krajów jest gospodarką rozwiniętą (Japonia), pozostałe należą do grupy krajów *emerging markets.* Zrozumienie strategii gospodarczej realizowanej przez azjatyckie kraje *emerging market* jest możliwe, jeśli uwzględni się, że priorytetowym celem gospodarek jest zapewnienie wewnętrznej ekspansji i wzrostu zatrudnienia oraz uchronienie się przed zmiennością przepływów kapitałowych, które negatywnie doświadczyły te kraje w trakcie kryzysów finansowych lat 90.

Standardowo istnieją dwa sposoby wspierania aktywności krajowej – poprzez zapożyczanie się krajowe lub zagraniczne w drodze deficytów budżetowych (*government expenditure deficits)* oraz generowanie nadwyżek eksportowych. Ze względu na strukturalne uwarunkowania produkcji, kraje rozwijające się nie mogą pożyczać na rynku krajowym. Zaciąganie długu zagranicznego okazało się niebezpieczne wobec zmienności przepływów kapitałowych. Strategię pożyczania środków USA dla ekspansji popytu eksportowego kraju można zatem postrzegać jako substytut dla krajowego zapożyczania się sektora publicznego w celu wsparcia zwiększonych wydatków krajowych.

W odniesieniu do teorii tzw. międzynarodowego cyklu zadłużenia (*international debt cycle theory*) podkreśla się, że nadwyżkowe kraje azjatyckie są tzw. niedojrzałym (młodym) kredytodawcą (*young/immature creditor country*), co stanowi czynnik determinujący kształt i niezależność polityki monetarnej oraz

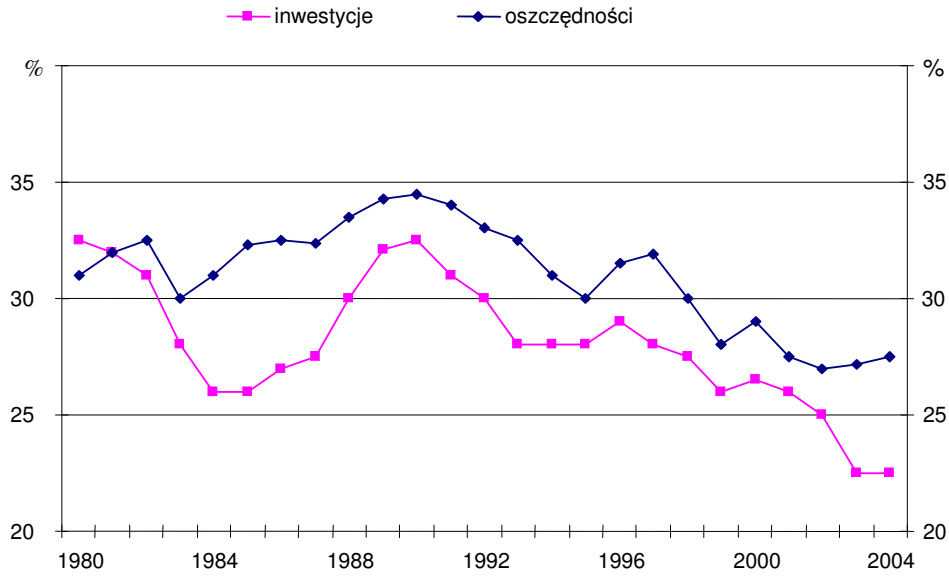
[116] W okresie 1996–2004 nastąpił spadek inwestycji w regionie o 3% PKB.

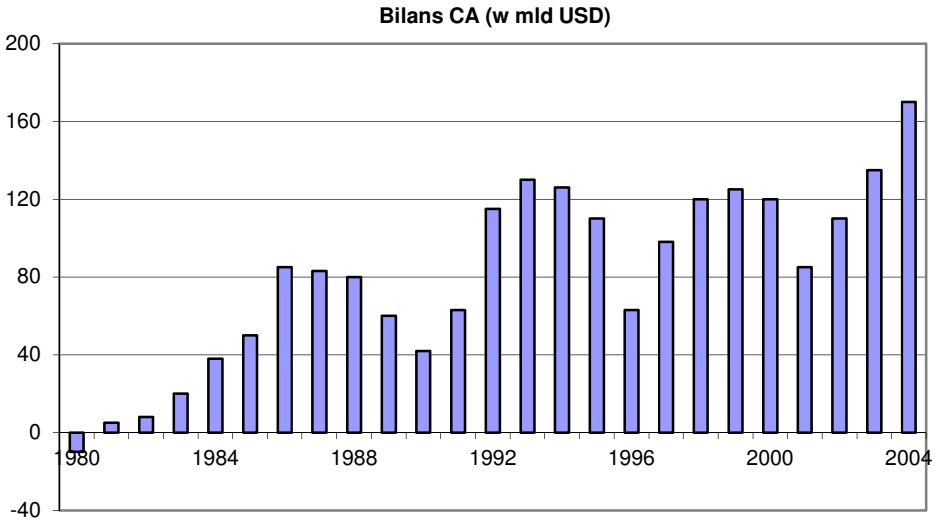
akumulację rezerw walutowych. Niedojrzały kredytodawca to kraj, który nie ma zdolności do pożyczania zagranicy we własnej walucie kumulujących się nadwyżek CA. Wynikające z tego niedopasowanie walutowe utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej. W krajach będących niedojrzałymi kredytodawcami, prywatni pośrednicy finansowi doświadczają ryzyka kursowego, związanego z potencjalnymi fluktuacjami kursu walutowego, ryzyka zakupu aktywów denominowanych w USD (dolaryzacja aktywów, przy pasywach utrzymywanych w RMB/walutach krajowych, powoduje straty w przypadku spodziewanej aprecjacji RMB).

7.2.2. Japonia i pozostałe kraje azjatyckie

Bilans płatniczy oraz stopa oszczędności i inwestycji Japonii odzwierciedla typowe tendencje dla kraju wysokorozwiniętego o gwałtownie starzejącym się społeczeństwie. Nadwyżki handlowe Japonia osiąga od początku lat 90.

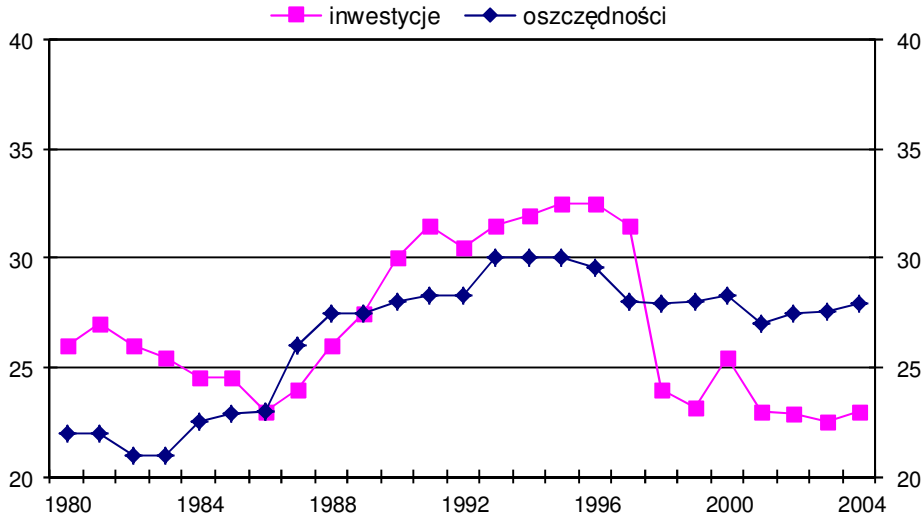
W przypadku krajów *emerging markets* Wschodniej Azji (Korea, Tajlandia, Malezja, Indonezja) nadwyżki płatnicze zaczęły być osiągane po kryzysie azjatyckim, w drugiej połowie lat 90. Doświadczenia kryzysu wymusiły na tych krajach realizacje strategii *twin surpluses* (nadwyżki na rachunku bieżącym i kapitałowym bilansu płatniczego). Nadwyżki te są osiągane poprzez znaczne dewaluacje kursu walutowego oraz restrykcyjną politykę fiskalną i monetarną.

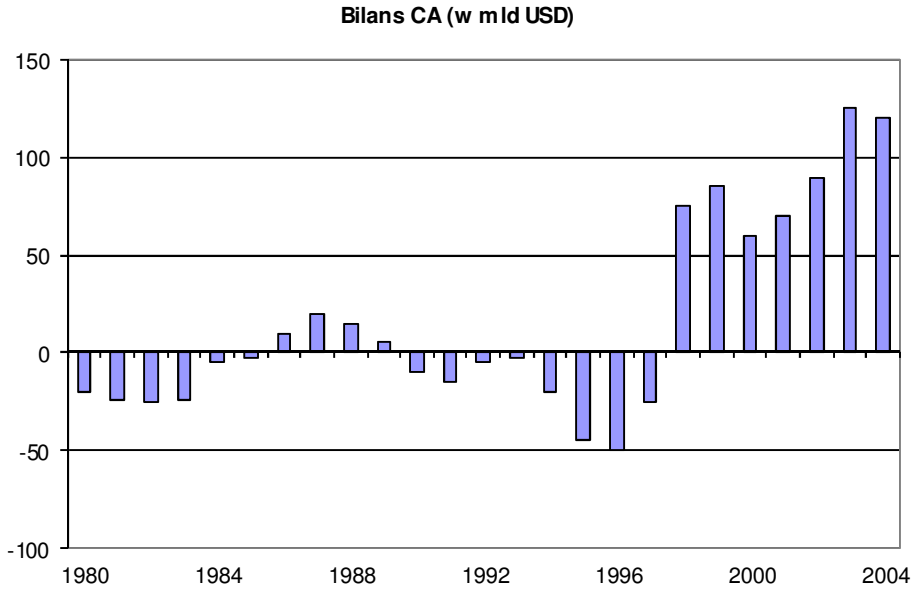




Wykres 13. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w Japonii

Źródło: J. Macfarlane, *What are the global…*





Wykres 14. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w pozostałych (bez Chin i Japonii) krajach azjatyckich

Źródło: jak na wykresie 13.

Przed kryzysem wiele krajów notowało wysokie deficyty CA, finansowane importem kapitału portfelowego, z rekordowym poziomem deficytu sięgającego 7% PKB w przypadku Tajlandii[117]. Gwałtowny spadek inwestycji[118] był spowodowany stratami sektora przedsiębiorstw w czasie kryzysu. Przyjęta wówczas strategia gospodarcza uodparniająca kraje na międzynarodowe przepływy kapitałowe polegała na ograniczaniu wydatków (zwłaszcza inwestycyjnych), utrzymaniu stopy oszczędności na wysokim poziomie, budowie wysokiego poziomu rezerw walutowych. Szukając przyczyn niskiej stopy inwestycji, podkreśla się także fakt naturalnej korekty wcześniejszego boomu inwestycyjnego w Azji oraz zasadniczy brak rozwiniętych rynków obligacji przedsiębiorstw[119].

Kraje azjatyckie są zainteresowane utrzymaniem swojej pozycji konkurencyjnej w stosunku do Chin zarówno w międzynarodowym handlu, jak i inwestycjach, co stanowi także powód, dlaczego zapobiegają aprecjacji swoich walut.

[117] B. Eichengreen, *The blind men…*

[118] Szacuje się, że w przypadku krajów azjatyckich, z wyłączeniem Japonii i Chin, w okresie 1996–2004 nastąpił spadek inwestycji o 9% PKB.

[119] B. Petterson, *Global imbalances…*

Gwałtowny wzrost produkcji przemysłowej i eksportu w Chinach, oparty na wyjątkowo niskich kosztach pracy, wpływa na azjatyckie kraje konkurujące z Chinami w takim samym stopniu jak na kraj będący importerem – USA. Zwiększona zdolność produkcyjna Chin i innych krajów azjatyckich może być postrzegana jako część mechanizmu, którym – poprzez handel i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących – blokowane było ciśnienie inflacyjne.

7.2.3. Chiny

Chiny, mimo że nie ucierpiały w wyniku kryzysu finansowego, przyjęły podobną strategię jak inne kraje azjatyckie, mającą na celu uodpornienie gospodarki na międzynarodowe przepływy kapitału. Dodatkowo, w wyniku liberalizacji gospodarczej, rząd musi uwzględnić konieczność stworzenia ok. 20 mln nowych miejsc pracy rocznie, absorbując tym samym imigrację siły roboczej ze wsi.

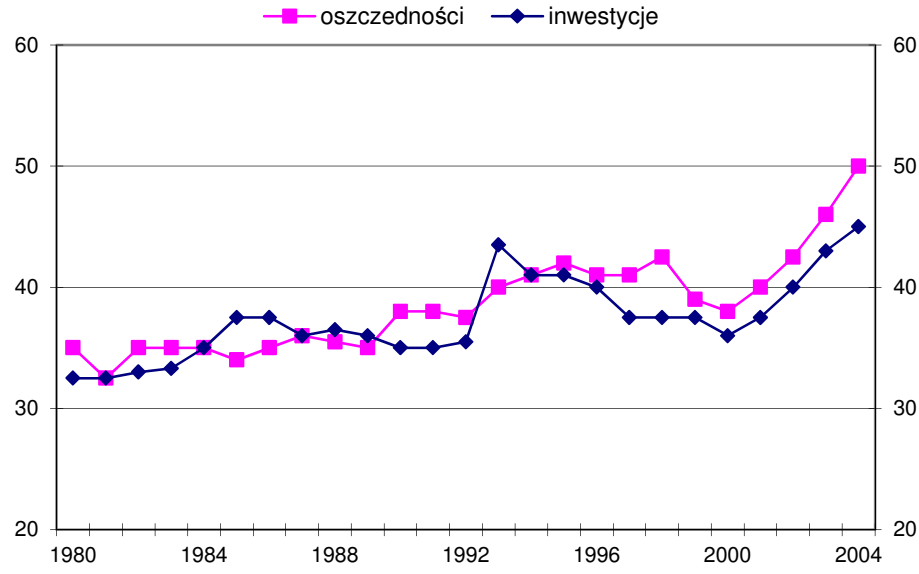
Jedną z przyczyn utrzymywania się niedoszacowanego kursu RMB jest sztywność płac realnych. Przyczyna sztywności leży w nieograniczonej podaży siły roboczej. Nadmiar siły roboczej i konkurencja na ryku pracy powodują, że wzrost płac realnych nie nadąża za wzrostem produktywności. Czynnik ten, poprzez mechanizm realnego efektywnego kursu walutowego, może tłumaczyć rolę Chin w *global imbalances.*

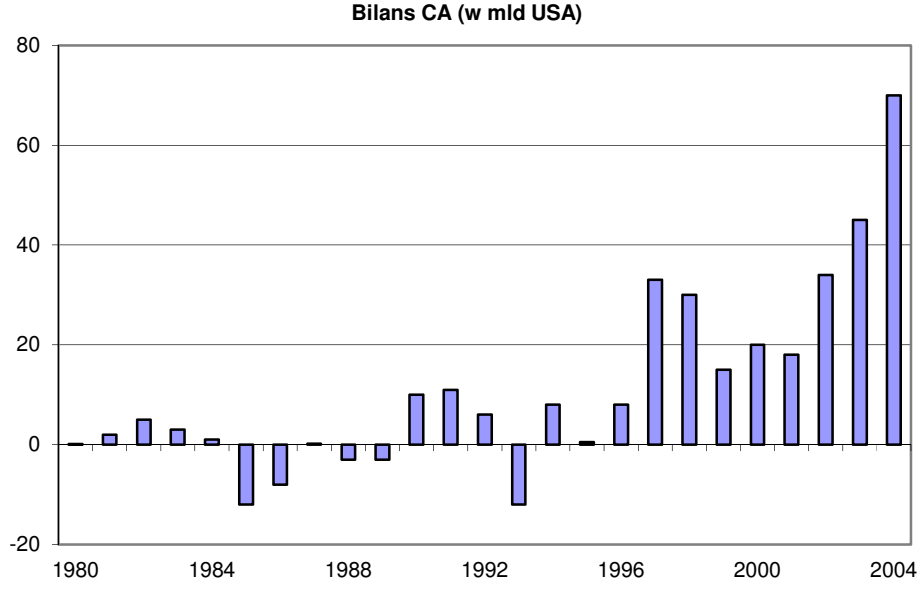
Dynamika wzrostu produkcji w Chinach przez większość okresu od wprowadzenia reform urynkawiających gospodarkę (1978) charakteryzowała się dużymi wahaniami i cyklicznością (*boom-bust cycle*). Cykliczność wzrostu gospodarki odzwierciedlała wewnętrzne nierównowagi makroekonomiczne spowodowane m.in. dysfunkcjonalnym systemem bankowym.

Sytuacja Chin jest jednak zdecydowanie inna od pozostałych krajów w regionie – bezprecedensowo wysokiemu i długo utrzymującemu się tempu wzrostu produktu (9–11%) towarzyszy wysoka stopa inwestycji, zaś stopa oszczędzania jest jeszcze wyższa. Utrzymująca się przez dekadę wysoka stopa oszczędności zarówno w odniesieniu do sektora gospodarstw domowych i rządu, ale zwłaszcza sektora przedsiębiorstw tłumaczona jest:

- szybkim wzrostem gospodarczym,
- akcesją do WTO,
- wzrostem zysków przedsiębiorstw (wynikającym w dużej mierze z niepodzielonych zysków),
- słabością istniejącego systemu emerytalnego i innych elementów *social safety net*,
- transformacją demograficzną społeczeństwa[120].

[120] D. Yang i in., *Why are saving rates so high in China?*, Hong Kong Institute for Monetary Research, HKIMR Working Paper, no. 31/2010.





Wykres 15. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w Chinach

Źródło: jak na wykresie 13.

Wśród determinant wysokiej stopy oszczędności w sektorze przedsiębiorstw zwraca uwagę także słaby system *corporate governance* i niekonkurencyjne struktury rynkowe. W przeciwieństwie do pozostałych azjatyckich krajów *emerging markets*, Chiny odnotowywały w okresie 1996–2004 wzrost wskaźnika inwestycji do PKB, co nie osłabiło odnotowywania nadwyżek na rachunku obrotów bieżących w sytuacji, gdy stopa oszczędności wzrastała jeszcze szybciej.

Wydaje się, że istnieje silna korelacja między nadwyżką CA a luką między oszczędnościami i inwestycjami. Jednakże, trudno jest stwierdzić, czy luka ta jest przyczyną, czy skutkiem nadwyżki CA w Chinach.

Wśród strukturalnych przyczyn nadwyżki CA w Chinach uznaje się:

– rolę Chin w globalnym podziale pracy,

– realizację strategii wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie (szerzej w rozdziale V),

– nieefektywność alokacji zasobów w kraju, co jest wynikiem zarówno nieefektywności systemu finansowego, jak i nieefektywności inwestycji publicznych. W. Corden zbudował tzw. teorię parkingową (*parking theory*), która w powyższych dwóch czynnikach upatruje przyczyn generowania nadwyżek na rachunku obrotów kapitałowych i bieżących[121].

7.2.3.1. Kształtowanie się zewnętrznej pozycji płatniczej i źródła nadwyżek płatniczych

Nadwyżki na rachunku kapitałowym osiągane są od początku lat 80. (wynikając głównie w imponującej skali napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych), z przerwą na etap kryzysu finansowego w latach 90., w trakcie którego Chiny doświadczały odpływu kapitału. Nadwyżki handlowe Chin – w porównaniu np. do Japonii – są relatywnie nowym zjawiskiem w międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Przez ostatnie 27 lat przed rokiem 2005 bilans handlowy Chin był bardziej lub mniej zbilansowany, wykazując nieznaczne nadwyżki i deficyty. Nadwyżki handlowe osiągane są od początku lat 90, jednak ich znaczenie rośnie od połowy lat 90. W 2004 r. nadwyżka handlowa stanowiła zaledwie 1,7% PKB, od 2005 r. rozpoczął się spektakularny przyrost – w 2005 r. Chiny osiągnęły nadwyżkę handlową i nadwyżkę w bilansie CA sięgającą 5% PKB, zaś w 2007 r. 10% PKB.

[121] W. Corden, *Those current account imbalances: a skeptical view*, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research Working Paper, no. 13/06, University of Melbourne, 2006. „Teoria parkingowa" jest szerszym, w stosunku do „efektu by-pass" (który koncentruje się na nieefektywności rynków finansowych), uzasadnieniem eksportu kapitału i generowania nadwyżki handlowej w przypadku kraju rozwijającego się. „Parkowanie nadwyżek" za granicą, wynikające z nieefektywności alokacji zasobów w kraju, należy postrzegać jako anomalię w przypadku kraju rozwijającego się.

Jednak w dużej mierze nadwyżka CA była wynikiem spadku popytu wewnętrznego po okresie przegrzania gospodarki w poprzednich latach. W okresie 2003–2004 import wzrósł o 40% rocznie. Analiza bilansu handlowego wskazuje, że:

– nadwyżka handlowa jest osiągana w bilateralnym handlu z USA i z UE,
– z większością krajów azjatyckich (oprócz Hong Kongu) Chiny wykazują bilateralny deficyt handlowy.

Analizując uwarunkowania bilansu handlowego w Chinach, należy zwrócić uwagę na dwie zasadnicze kwestie:

1. Relacje handlowe na kontynencie azjatyckim (wynikające z koncepcji procesu produkcyjnego, tzw. *new supply chain*), polegają na tym, że ponad 50% eksportu Chin jest oparte na *reprocess manufacture sectors*, co oznacza, że wartość dodana towarów produkowanych w Chinach stanowi tylko 10–20% całkowitej ceny towarów. Wysoki udział towarów przetworzonych w eksporcie oraz wysoki wsad importowy w eksporcie (ok. 2/3) oznacza, że dostosowanie kursowe w ramach polityki *expenditure switching* będzie miało odmienny wpływ niż w sytuacji, kiedy towary finalne przeznaczone na eksport są całkowicie wytwarzane w kraju. Zatem wykorzystanie kursu walutowego jako instrumentu przywracania równowagi handlowej w przypadku Chin mogłoby doprowadzić do dużych jego fluktuacji. Pogląd ten łagodzi nieco fakt, że w ostatnich latach wsad krajowy w produkcji eksportowej wzrasta, zwiększa się udział produktów przetworzonych na skutek inwestycji i postępu technologicznego, co się przekłada na większą wrażliwość eksportu i bilansu handlowego na popyt zagraniczny i fluktuacje cen niż w przeszłości. Może to sugerować, że odpowiedź bilansu handlowego Chin na aprecjację waluty byłaby większa niż dotychczas zakładano[122].

2. Ponadto, przeszło 50% eksportu Chin jest wytwarzane w przedsiębiorstwach z udziałem kapitału zagranicznego w Chinach, w tym przedsiębiorstwa amerykańskie.

Analiza bilateralnych relacji handlowych w azjatyckich krajach *emerging markets* wskazuje, że rola Chin polega w dużej mierze na importowaniu z innych krajów regionu (głównie Japonii) i eksportowaniu do krajów rozwiniętych (głównie USA). Od kiedy Chiny stały się platformą eksportową dla przedsiębiorstw ponadnarodowych, handel Japonii uległ przekierunkowaniu od eksportu towarów finalnych do innych krajów rozwiniętych do eksportowania komponentów i importowania towarów finalnych z Chin[123]. Od czasu wejścia Chin do WTO, firmy międzynarodowe coraz bardziej orientują się na chiński rynek wewnętrzny, zatem słabnie wykorzystanie Chin jako platformy eksporto-

[122] R. Lafrance, *China's exchange rate policy: a survey of the literature*, Bank of Canada, Discussion Paper, no. 5/2008.

[123] G. Gaulier, F. Lemoine, *China's emergence and the reorganization of trade flows in Asia*, CEPII Working Paper 2006-05, Paris 2006.

wej. Tym niemniej jednak, zmiany dokonują się stopniowo, zatem ze względu na powstały w Azji system produkcji (*value-chain of international production network*), nadwyżkę handlową należy traktować jako strukturalną[124].

Tabela 20. Bilans handlowy Chin z sąsiednimi gospodarkami azjatyckimi (w mld USD)

Wyszczególnienie	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tajwan	–15,6	–20,5	–22,3	–31,5	–40,4	–51,2	–58,1
Korea	–9,4	–11,9	–10,9	–13,0	–23,0	–34,4	–41,7
Japonia	–1,4	0,1	2,2	–5,0	–14,7	–20,9	–16,5
Malezja	–1,9	–2,9	–3,0	–4,3	–7,9	–10,1	–9,5
Tajlandia	–1,4	–2,1	–2,4	–2,6	–5,0	–5,7	–6,2
Rosja	–2,7	–3,5	–5,3	–4,9	–3,7	–3,0	–2,7
Filipiny	0,5	–0,2	–0,3	–1,2	–3,2	–4,8	–8,2
Singapur	0,4	0,7	0,7	–0,1	–1,6	–1,3	0,1
Indonezja	–1,3	–1,3	–1,1	–1,1	–1,3	–1,0	–0,1
Indie	0,3	0,2	0,2	0,4	–0,9	–1,8	–0,8
Brunei	0,0	–0,1	–0,1	–0,2	–0,3	–0,2	–0,2
Mongolia	–0,1	–0,1	–0,1	–0,1	–0,1	–0,2	–0,2
Laos	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Birma	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
Pakistan	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	1,9	2,6
Bangladesz	0,7	0,9	0,9	1,0	1,3	1,8	2,3
Wietnam	0,6	0,6	0,8	1,0	1,7	1,8	3,1
Hong Kong	30,0	35,1	37,1	47,7	65,2	89,1	112,3
Całkowity	–0,7	–4,5	–2,9	–12,5	–31,8	–39,2	–23,0
Z czego: całkowity deficyt	–33,8	–42,7	–45,5	–58,9	–102,1	–134,6	–144,2
całkowita nadwyżka	33,0	38,2	42,5	46,4	70,3	95,4	121,2
Z całą gospodarkę światową	292,3	241,1	225,5	304,3	254,7	31,9	101,9

Źródło: F. Gang, *Currency assymetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad The Hague, 2006.

Rola kursu walutowego jako efektywnego instrumentu przywracania równowagi handlowej Chin, a tym samym przyczyniania się do redukcji nierównowag globalnych, jest dyskusyjna, szczególnie w odniesieniu do strumieni importowych. Brak odpowiednich danych oraz wystarczająco długich szeregów czasowych odnośnie do cen importowych i eksportowych utrudnia badania empiryczne związków miedzy bilansem handlowym a kursem RMB. Większość badań jednak potwierdza, że realna aprecjacja RMB redukuje nadwyżkę handlową, głównie

[124] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

poprzez kanał eksportu (powodując spadek eksportu) lub (bardziej niejednoznaczne wyniki) importu (powodując wzrost importu) lub też oba kanały.

W tym miejscu warto przytoczyć badania ekonometryczne A. Garcia-Herrero i innych[125], z których wynika, że bilans handlowy Chin jest wrażliwy na fluktuacje realnego efektywnego kursu walutowego. Realna aprecjacja RMB ograniczyłaby nadwyżkę handlową Chin w długim okresie, jednak efekt ten byłby ograniczony ze względu na istniejący rozmiar nadwyżki. Relatywnie mały – w porównaniu z rozmiarem nadwyżki – wpływ wynika z ograniczonej elastyczności cenowej importu na aprecjację RMB: ma on raczej tendencję do spadku niż wzrostu. Dokonując estymacji długookresowych elastyczności chińskiego eksportu i importu na zmiany realnego efektywnego kursu walutowego w okresie 1994–2005, A. Garcia-Herrero i inni dochodzą do wniosku, że import z krajów azjatyckich spada, ale nie z innych krajów. Ten sprzeczny z intuicją efekt spadku importu tłumaczyć należy wertykalną integracją (*vertical integration*), która charakteryzuje wewnątrzregionalny handel w Azji: chiński import z pozostałych krajów azjatyckich jest głównie skierowany na reeksport. Ponadto, kraje azjatyckie nie potrafią skompensować spadku eksportu do Chin wzrostem eksportu do innych krajów, ich całkowity eksport jest negatywnie dotknięty aprecjacją RMB. Innymi słowy, eksport z krajów azjatyckich jest raczej komplementarny, a nie substytucyjny dla eksportu z Chin. Negatywna reakcja eksportu z krajów azjatyckich na aprecjację RMB wskazuje na zależność eksportu krajów azjatyckich od eksportu Chin. Potwierdza to tezę, że wspólne czynniki (np. światowy popyt) wpływają na eksport z Chin i pozostałych krajów azjatyckich w identycznym stopniu[126].

Analiza kształtowania się zewnętrznej pozycji płatniczej Chin wskazuje, że odpływ kapitału oficjalnego oraz dodatnia pozycja inwestycyjna wyjaśnia 3/4 nadwyżki CA[127]. Chiny są obecnie (w ujęciu absolutnym) drugim największym kredytodawcą netto w gospodarce światowej, pozycja inwestycyjna netto w ciągu niespełna 10 lat zmieniła się z pozycji ujemnej sięgającej 9% PKB w 1999 r. do dodatniej, sięgającej 30% PKB w 2007 r.[128] Dodatnia pozycja

[125] A. Garcia-Herrero, T. Koivu, *China's exchange rate policy and Asian trade*, BIS Working Paper, no. 282/2009.

[126] A. Ahearne i in., *Flying geese or sitting ducks: China's impact on the trading fortunes of other Asian Economies*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no. 887/2006.

[127] J. Gagnon, *Current account imbalances coming back*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2011.

[128] G. Ma, Z. Haiwen, *China's evolving external wealth and rising creditor position*, BIS Working Papers, no. 286, 2009. Pozycja inwestycyjna jest tu skalkulowana w kosztach bieżących (*current costs*). Jak zwracają uwagę G. Ma i inni, kalkulacja w oparciu o wartości rynkowe (*market value*) zmniejsza skalę pozycji netto do 7% PKB, co w dużej mierze wynika z wysokiej pozycji bezpośrednich inwestycji zagranicznych w pasywach i wysokiej wyceny instrumentów dłużnych w tym okresie.

inwestycyjna zaczęła narastać wyraźnie od 2004 r. Jednakże w ujęciu brutto pozycja inwestycyjna w stosunku do PKB wynosi ok. 110%, pozostając poniżej średniej dla krajów Wschodniej Azji, wynoszącej w 2007 r. 250% PKB, oraz średniej dla krajów OECD – 350% PKB. Oznacza to, że istnieje duże pole dla zwiększania zagranicznych pasywów i aktywów gospodarki chińskiej w najbliższych dekadach[129].

W strukturze aktywów zagranicznych dominują rezerwy walutowe, stanowiąc obecnie 2/3 całkowitych aktywów (w porównaniu do 15–20% 20 lat temu). Wynika to z polityki kontroli odpływu kapitału prywatnego oraz z polityki interwencji walutowych. 70% pasywów zagranicznych stanowią inwestycje dłużne (oraz *equity portfolio* i inwestycje bezpośrednie), co stanowi wyraźny kontrast w stosunku do lat 80., kiedy 80% całkowitych pasywów zagranicznych było w posiadaniu sektora oficjalnego, najczęściej w formie pożyczek multilateralnych i bilateralnych[130]. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie stanowią obecnie główną siłę napędową dla realizacji strategii wzrostu opartego na eksporcie. W okresie 1993–2003 z przedsiębiorstw zagranicznych ulokowanych w Chinach pochodziło 65% chińskiego eksportu. Udział w eksporcie prywatnych przedsiębiorstw chińskich nie przekraczał 10%. Głównym oponentem polityki rewaluacji RMB byłby zatem sektor bussinesu z zagranicy, który najdotkliwiej odczułby spadek marż.

Pomimo dużej roli bezpośrednich inwestycji zagranicznych w kształtowaniu pozycji inwestycyjnej, zwraca uwagę fakt, że tylko 10% zasobu kapitału w Chinach jest skutkiem napływu kapitału zagranicznego w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych. J. Aziz i inni wskazują, że przyczyna wysokich inwestycji w Chinach leży w niskim koszcie kapitału, gdyż 90% inwestycji jest finansowanych ze źródeł krajowych[131]. Zatem rola niedoszacowanego kursu walutowego we wspieraniu inwestycji zagranicznych ukierunkowanych na stymulowanie eksportu jest zbyt mała, by stanowiła podstawę polityki gospodarczej.

7.2.3.2. Polityka kursowa i monetarna oraz uwarunkowania akumulacji rezerw

W polityce kursowej Chin w okresie narastania nierównowagi zewnętrznej należy wyróżnić trzy etapy. Pierwszy etap, trwający do 1994 r., charakteryzował się niewymienialnością waluty krajowej, stosowaniem wielu kursów walutowych i kontrolą dewizową dla transakcji bilansu płatniczego. Strategię polityki kursowej realizowaną przed kryzysem finansowym można nazwać „*real targe-*

[129] *Ibidem*. Z badań ekonometrycznych przeprowadzonych przez G. Ma i innych wynika, że pozycja brutto może się trzykrotnie zwiększyć w ciągu najbliższych 10 lat.

[130] *Ibidem*.

[131] J. Aziz, S. Dunaway, *China's Rebalancing Act*, „Finance&Development" 2007, no. 44(3).

ting approach", gdyż polegała na ustalaniu poziomu kursu adekwatnego do kosztów produkcji eksportowej, co służyło utrzymaniu konkurencyjności eksportu. Drugi etap rozpoczął się w 1994 r. (równolegle z wprowadzeniem systemu jednolitego kursu walutowego i wymienialności waluty w odniesieniu do transakcji bieżących), kiedy ustanowiono inną technikę utrzymywania konkurencyjności eksportu – poprzez usztywnienie RMB w stosunku do USD w niewielkim paśmie wahań. Taki typ reżimu kursowego, mający na celu kotwiczenie krajowego poziomu cen i stabilizowanie stopy wzrostu, funkcjonował do 2005 r.[132] Skala akumulacji rezerw była jeszcze w tym okresie skromna, zakup aktywów rezerwowych stanowił główny instrument wzrostu bazy monetarnej, zaś operacje sterylizacyjne nie były jeszcze potrzebne[133].

Od 2005 r., głównie w wyniku nacisków międzynarodowych na rewaluację RMB, Chiny rozpoczęły stopniowe uelastycznianie reżimu kursowego. 21 lipca 2005 r. ogłosiły jednorazową 2.1% rewaluację RMB, oraz roczne tempo aprecjacji wynoszące 6%, a także odnoszenie wartości waluty do koszyka walut. Kompozycja walutowa koszyka referencyjnego nie została jednak opublikowana, ale można wnioskować że oparta jest na kompozycji handlu zagranicznego. Dla USD utrzymano pasmo wahań wynoszące +/– 0,3% wobec kursu centralnego, dla pozostałych walut rozszerzono pasmo wahań do +/– 3% (z +/– 1,5%) wobec kursu centralnego. Dla USD kurs centralny jest określany jako średnia ważona cen waluty notowanych przez market makerów (*market opening bid prices*) przed godz. 9:15 z tego samego dnia (poprzednio, czyli przed lipcem 2005 r. kurs centralny był ustalany w oparciu o cenę zamknięcia z poprzedniego dnia). Przedstawiciele banku centralnego Chin określają istniejący od 2005 r. reżim kursowy jako „*managed floating exchange rate*" (zarządzany reżim kursu płynnego) determinowany podażą i popytem na rynku dewizowym, w odniesieniu do koszyka walut"[134].

W wyniku realizowanej polityki kursowej, od końca 2001 do 2004 r. waluta chińska odnotowywała realną efektywną deprecjację, zaś po wprowadzeniu reformy polityki kursowej udało się odwrócić trend deprecjacji realnego efektywnego kursu, i w okresie od grudnia 2004 do sierpnia 2006 r. RMB aprecjonował o 3,8% w stosunku do USD oraz o 7% w ujęciu realnym efektywnym. Wówczas tempo akumulacji osłabło z 52 do 30% w ujęciu rok do roku. W perspektywie szerszej, realny efektywny kurs RMB wciąż ulegał deprecjacji, o 3,7% w porównaniu z 2001 r. Powstaje pytanie, w jakim zakresie nadwyżka handlowa może być wyjaśniona realną deprecjacją RMB.

---

[132] Z. Zhang, *Revisit RMB's exchange rate movement*, „International Economic Review" 2003, no. 11–12.

[133] Przed 2004 r., kiedy jeszcze nie było oczekiwań odnośnie do aprecjacji RMB, zakupy aktywów rezerwowych wynosiły nawet mniej niż 100% przyrostu bazy monetarnej.

[134] People's Bank of China, *Public Announcement of the People's Bank of China on reforming the RMB exchange rate regime*, 21.07.2005.

Pomimo nominalnej aprecjacji wobec USD okresie 2001–2005 realny efektywny kurs jena i RMB zdeprecjonował się odpowiednio o 10% i 7%. Powyższy trend (który reforma polityki kursowej tylko częściowo osłabiła) wpływa, obok bardzo niskich kosztów pracy, na cenową konkurencyjność chińskiego eksportu.

Strategia *export-led growth* nie ogranicza się do wykorzystania instrumentu niedoszacowanego kursu walutowego we wspieraniu konkurencyjności. Może także opierać się na kontroli cen, co jest niekorzystne dla perspektyw wzrostu, gdyż prowadzi do złej alokacji zasobów. Lepszym rozwiązaniem jest ograniczanie popytu wewnętrznego, np. poprzez stymulowanie wysokiej stopy oszczędności. Jednak to, czy wysokie stopy oszczędności w Chinach (i innych gospodarkach azjatyckich) wynikają ze spontanicznych zachowań rezydentów (w tym czynników kulturowych), czy są wynikiem aktywnej polityki gospodarczej, pozostaje kontrowersyjne.

Tempo akumulacji rezerw wzrastało stopniowo od 1998 r., jednak proces uległ wyraźnemu przyspieszeniu w 2001 r., kiedy negocjacje z WTO zaczęły dobiegać końca, oraz od kiedy realny efektywny kurs walutowy zaczął się deprecjonować, a następnie w 2003 r., kiedy też pojawiły się pierwsze sygnały przegrzania gospodarki. W okresie 2007–2008 oczekiwanie na dalszą aprecjację RMB, w połączeniu ze spadkiem stóp procentowych w USA (poniżej poziomu w Chinach), stało się kluczową determinantą przyrostu rezerw na skutek napływu kapitału spekulacyjnego. W sytuacji braku odpływu kapitału prywatnego bank centralny Chin stał się wyłącznym międzynarodowym pośrednikiem finansowym. Powstrzymywanie się przed zakupem aktywów dolarowych ze strony pośredników finansowych powodowało, że bank centralny redukował postrzegane przez nich (głównie banki) ryzyko, dokonując interwencji walutowej, która polegała na skupywaniu w ramach transakcji swap USD za RMB, w zamian za transakcję odwrotną po ustalonym kursie forward.

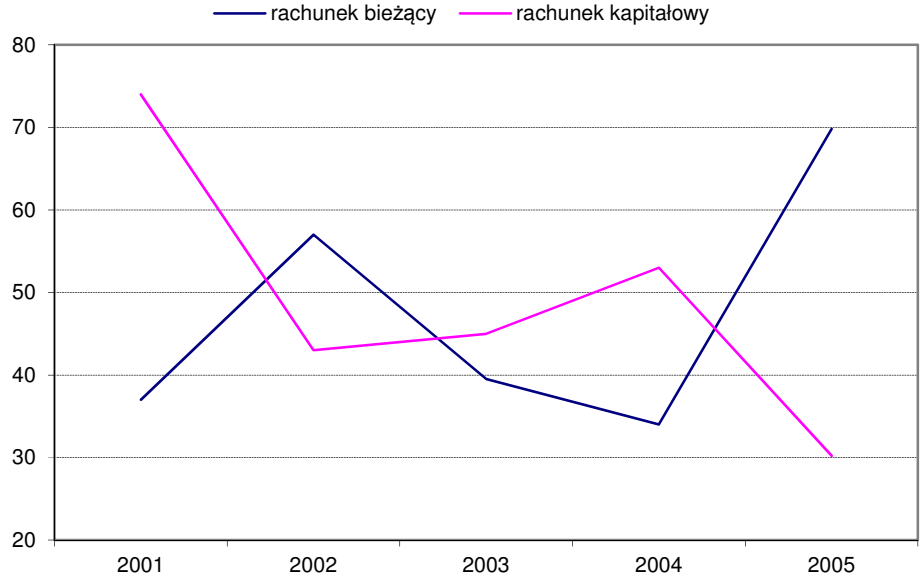
Powstaje pytanie, dlaczego kraj będący *immature creditor* powinien interweniować w celu powstrzymania aprecjacji waluty, czego skutkiem jest nieuchronnie utrata kontroli monetarnej? Po pierwsze, aprecjacja waluty, przynajmniej w krótkim okresie powoduje wypychanie eksportu, który jest istotnym źródłem wzrostu gospodarczego. Ten aspekt podkreśla koncepcja Bretton Woods II. Po drugie, negatywne są doświadczenia Japonii, która przeciwdziałając aprecjacji jena, wpadła w pułapkę deflacyjną i płynnościową.

Analizując politykę akumulacji rezerw, należy zwrócić uwagę na ich źródła. W początkowym okresie głównym czynnikiem wzrostu rezerw były nadwyżki na rachunku kapitałowym, w szczególności napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Od 2005 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących przekroczyła znaczenie bezpośrednich inwestycji zagranicznych jako czynnik wzrostu rezerw.

W 2004 r. rezerwy walutowe Chin wzrosły o 210 mld USD. Wynikało to z nadwyżki na rachunku CA wysokości 68,9 mld USD; pozostała część (rachu-

nek kapitałowy oraz pozycja „saldo błędów i opuszczeń"), czyli 137,7 mld USD, pochodziła z napływu kapitału, płynącego w różnej postaci, motywowanego w dużej mierze spekulacją odnośnie rewaluacji RMB. Sytuacja ta uległa częściowej zmianie w 2005 r., kiedy to wzrost rezerw w 50% tłumaczy nadwyżka na rachunku CA. Napływ kapitału zredukował się do 100 mld USD, w wyniku uspokojonego oczekiwania na rewaluację waluty po tym, jak kraj ogłosił zmianę reżimu kursowego na *managed floating*. Wskazuje to, jak istotną rolę w procesie akumulacji rezerw odgrywa presja na aprecjację waluty, która wymusza stabilizowanie kursu.

Od 1994 r. akumulacja rezerw, rzędu 2,4 tryliona USD, przekroczyła skumulowaną nadwyżkę na rachunku bieżącym o ok. 30%. W wyniku tego zmiany nominalnego kursu walutowego są mniejsze niż byłyby bez strategii akumulacji. Politykę tę można zatem traktować jako politykę blokowania procesów dostosowawczych[135].



Wykres 16. Struktura źródeł wzrostu rezerw walutowych (wzrost w %)

Źródło: F. Gang, *Currency assymetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad The Hague, 2006.

[135] *The risks of international imbalances: beyond current accounts*, BIS 81st Annual Report, 2011.

Wraz ze wzrostem skali akumulacji rezerw coraz istotniejszą rolę zaczęła odgrywać polityka zarządzania akumulacją. W okresie 2003–2006 akumulacja rezerw walutowych spowodowała istotny wzrost płynności w gospodarce. Roczny wzrost pieniądza w cyrkulacji wzrósł z 5% w 2000 do 46% w 2007 r. W 2004 r. luźne warunki monetarne spowodowały przeinwestowanie w niektórych sektorach, boomy cenowe w sektorze budowlanym (zwłaszcza w metropoliach), znaczny wzrost inflacji, prowadzące do przegrzania gospodarki podobnego w skali do tego, jaki doświadczały Chiny na początku lat 90. Jednocześnie wzrost akcji kredytowej spowodował wzrost kredytów zagrożonych. W efekcie powyższych zjawisk rząd wprowadził kontrole administracyjne, mające na celu zahamowanie inwestycji. Z kolei bank centralny podniósł stopy procentowe (w tym depozytową i kredytową), wymóg rezerwy obowiązkowej (stopa rezerwy wzrosła z 6% w 2003 do 17,5% w 2008 r., dodatkowo wprowadzono wymóg utrzymywania części rezerw w USD) oraz rozpoczął od 2002 r. sterylizację wzrostu aktywów zagranicznych netto.

Bank Centralny Chin prowadził politykę sterylizacji na rynkach międzybankowych poprzez operacje otwartego rynku. Wykorzystywał także papiery własne banku centralnego. Ich emisja stanowiła w 2003 r. 5% MO, wzrastając w 2004 r. do 15% MO[136]. Jednakże ze względu na mały rozmiar i ograniczoną płynność chińskiego rynku kapitałowego, skala emisji papierów własnych banku centralnego nie mogła być nielimitowana (bez znacznej zwyżki stóp procentowych).

Środkami administracyjnymi zmierzano do ograniczenia wzrostu inwestycji, aby powstrzymać nadmierny wzrost akcji kredytowej. Równolegle, w październiku 2003 r. zastosowano środki ułatwiające odpływ kapitału (np. zliberalizowano restrykcje dewizowe dotyczące podróży zagranicznych podmiotów indywidualnych, ułatwiono niektórym kategoriom przedsiębiorstw dokonywanie inwestycji zagranicznych, rozpoczęto realizację planu umożliwiającą dokonywanie inwestycji zagranicznych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych).

Polityka akumulacji rezerw utrudniła prowadzenie polityki monetarnej. Powstał problem inflacji, boomy na rynku aktywów, wzrostu kredytów zagrożonych. Sterylizacja doprowadziła do wzrostu stóp procentowych na rynku międzybankowym, tworząc jednocześnie ryzyko przeniesienia się na rynek publicznych instrumentów dłużnych (generując tym samym koszt fiskalny) lub nawet na resztę papierów wartościowych (efekt „wypychania inwestycji"). Czynnikiem łagodzącym potencjalne koszty akumulacji był fakt, że wobec słabego rozwoju rynków finansowych wzrost stóp procentowych na rynkach międzybankowych nie pociągnął za sobą wzrostu oprocentowania innych walorów, pozwalając tym samym obniżyć koszt fiskalny i efekt wypychania inwestycji.

[136] *The accumulation of foreign reserves…*

Wzrost skali operacji sterylizacyjnych znalazł odzwierciedlenie we wzroście nabywanych instrumentów pochodzących z transakcji sterylizacyjnych oraz obniżonej zyskowności banków komercyjnych – w 2005 r. pożyczki stanowiły 52% aktywów, o 8 punktów procentowych mniej niż w 2001 r. Czynnik ten, jak również wpływanie poprzez politykę administracyjną na ograniczenie akcji kredytowej w bankach oraz zaostrzenie wymogów rezerwy obowiązkowej, może wpłynąć negatywnie na zyskowność i wypłacalność sektora bankowego.

Istotną rolę w ograniczaniu akcji kredytowej, inwestycji i wzrostu cen w niektórych sektorach odegrała także perswazja moralna i kontrola administracyjna.

Podsumowując, należy podkreślić, że ograniczanie kosztów akumulacji w dużej mierze odbywało się niestandardowymi instrumentami. Koszty sterylizacji w dużym stopniu były przerzucane na sektor bankowy. Szacuje się, że w 2007 r. bank centralny Chin był w stanie sterylizować tylko 70% monetarnych efektów akumulacji rezerw. Nieefektywność sterylizacji jest ograniczona ze względu na mobilność międzynarodowego kapitału, ograniczanie wzrostu podaży pieniądza wywiera nacisk na wzrost stóp procentowych, co przyciąga dodatkowy napływ kapitału portfelowego. Efekt ten był wzmacniany jednocześnie w wyniku występującego spadku stóp procentowych w USA, co potwierdza tezę o wzajemnym przenikaniu się czynników generujących nierównowagi globalne.

7.3. Unia Gospodarcza i Walutowa a międzynarodowa nierównowaga płatnicza

Unia Gospodarcza i Walutowa traktowana jako całość nie jest w centrum dyskusji na temat globalnych nierównowag płatniczych, gdyż w ujęciu zagregowanym posiada w miarę zbilansowaną zewnętrzną pozycję płatniczą (*close to balance*).

Wśród koncepcji nierównowag globalnych brak jest elementów wskazujących na UGiW jako uczestnika gospodarki światowej przyczyniającego się do globalnych nierównowag płatniczych. Jednakże rosnące powiązania handlowe i finansowe z resztą świata sprawiają, że nierównowagi globalne mogą wpływać na gospodarki krajów UGiW. Wpływ ten może być szczególnie odczuwalny w sytuacji uruchomienia się mechanizmów korekcyjnych w krajach wykazujących zewnętrzną nierównowagę płatniczą. Zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w USA i nadwyżek w krajach azjatyckich spowoduje zmianę w globalnej dystrybucji wydatków, z istotnymi konsekwencjami dla kursów walutowych oraz rynków pracy, poziomu i struktury produkcji i handlu w głównych obszarach gospodarczych a także wzmocnionym nacisku na konkurencyjność.

Pogłębiający się rozdźwięk między nadwyżkowymi a deficytowymi krajami członkowskimi oraz występująca heterogeniczność krajów przemawia za asymetrycznym przebiegiem korekty w sytuacji realizacji jednego z analizowanych scenariuszy dostosowawczych.

W warunkach silnie zglobalizowanej gospodarki światowej unia monetarna nie stanowi izolacji przed globalnymi nierównowagami płatniczymi, dlatego też kluczowe staje się wypracowanie instrumentów absorpcji potencjalnych szoków wynikających z korekty, głównie poprzez reformy strukturalne zwiększające elastyczność gospodarek.

7.3.1. Zewnętrzna sytuacja płatnicza (*external balance*) a nierównowagi płatnicze wewnątrz GiW (*intra-euro imbalances*)

Zewnętrzna sytuacja płatnicza krajów członkowskich UGiW w ujęciu zagregowanym pozostaje od dwóch dekad na w miarę zbilansowanym poziomie. Po okresie niewielkiej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w okresie 2002–2007 (np. w 2004 r., sięgającej 0,6% PKB), w 2008 r. – w fazie ogólnoświatowego kryzysu finansowego – odnotowała nieznaczny deficyt rzędu 70 mld euro[137].

W ujęciu zdezagregowanym nierównowaga na rachunkach obrotów bieżących krajów członkowskich UGiW – widoczna już w momencie utworzenia UGiW – trwale pogłębia się od 10–15 lat. Nierównowaga płatnicza (deficyt/nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w stosunku do PKB) w przypadku niektórych krajów osiągnęła rozmiary zbliżone do USA i Chin (Niemcy – nadwyżka 4% PKB, Portugalia – deficyt 10% PKB w 2006 r.).

Analiza dystrybucji bilansów obrotów bieżących wskazuje na wyraźny podział krajów członkowskich na trzy grupy:

1) kraje trwale nadwyżkowe (Niemcy, Luksemburg, Holandia, Finlandia);

2) kraje, które w połowie, lat 90. miały nierównowagę na rachunku obrotów bieżących, obecnie zajmują w miarę zbilansowaną pozycję płatniczą (Austria, Belgia, Włochy, Francja);

3) kraje trwale deficytowe (Grecja, Portugalia, Hiszpania, Irlandia, kraje Europy Środkowo-Wschodniej).

Wśród przyczyn rozbieżności kształtowania się pozycji płatniczych krajów członkowskich UGiW upatruje się występujące różnice w produktywności i konkurencyjności oraz w polityce makroekonomicznej.

B. Schmitz i J. von Hagen interpretują narastające nierównowagi płatnicze wewnątrz UGiW jako wynik przepływów kapitałowych netto i wykazują, że

[137] Osiągnięcie w miarę zbilansowanej pozycji jest o tyle istotne, że od 2001 r. euro doświadczało trendu aprecjacyjnego w stosunku do USD. Na taką sytuację płatniczą silnie oddziaływał wysoki globalny popyt importowy, podczas gdy wewnętrzny popyt w UGiW pozostawał słaby.

przepływy te odzwierciedlają różnice w dochodach *per capita*. Utworzenie UGiW wzmocniło tendencję do przepływów kapitału z krajów relatywnie bogatych do biednych w ramach unii monetarnej[138], co powinno ułatwiać konwergencję ekonomiczną ich gospodarek. W tym aspekcie obserwowane nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących należy interpretować bardziej jako znak właściwego funkcjonowania strefy euro aniżeli niewłaściwego funkcjonowania mechanizmów dostosowawczych[139]. Deficyty na rachunku CA krajów *catching-up* są traktowane jako naturalna konsekwencja procesu konwergencji; w sytuacji braku możliwości dostosowań nominalnego kursu walutowego znajduje on ujście w postaci zmian cen i kosztów czynników produkcji.

Jak zauważają M. Obstfeld i inni – rozbieżności w rachunkach obrotów bieżących krajów UGiW odzwierciedlają zjawisko występujące obecnie w skali globalnej[140]. Jednolita polityka pieniężna nie wyhamowuje procesu narastania *intra-euro imbalances*, które odzwierciedlają zniekształcenia wewnętrzne. A. Greenspan, podkreślając, że nie ma powodu, dla którego rachunki CA w krajach członkowskich unii monetarnej miałyby być zbilansowane, powołuje się na przykład USA, gdzie poszczególne stany najprawdopodobniej też miały duże rozbieżności w kształtowaniu się salda CA przez długi okres[141].

Oprócz rozbieżności w kształtowaniu bilansów obrotów bieżących, w krajach UGiW istnieją różnicew kształtowaniu się zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto. Rzutuje to na to, że realny i finansowy wymiar procesów dostosowawczych w procesie korekty globalnych nierównowag będzie miał asymetryczny wpływ na europejskie gospodarki.

Powstaje pytanie, dlaczego w warunkach unii monetarnej istnieje problem deficytu CA, skoro nie ma tu ryzyka kursowego. Co prawda, brak jest ugruntowanych badań teoretycznych wskazujących na rolę reżimu kursowego w objaśnianiu dynamiki salda CA (por. rozdział II), jednak istnieje zgoda, że brak premii kursowej ułatwia finansowanie deficytów CA. Zdaniem F. Jaumotte'a i innych[142], istnieją przynajmniej trzy powody, dla których problem deficytu CA ma znaczenie w warunkach unii monetarnej:

---

[138] Podobnego efektu nie można odnotować w przypadku przepływów kapitałowych pomiędzy krajami strefy euro a resztą świata ani w przypadku Wielkiej Brytanii, Danii, Szwecji i krajami „*in*".

[139] B. Schmitz, J. von Hagen, *Current account imbalances and financial integration in the euro area*, International Economics, CEPR, no. 7262.

[140] Dosłownie: „EMU presents a microcosm of the divergence in current account positions currently taking place on a global scale", M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global imbalances…*

[141] *A. Greenspan's remarks at the European Banking Congress 2004*, Frankfurt, za: C. Waysand i in., *European financial linkages: a new look at imbalances*, IMF Working Paper, WP/10/295.

[142] F. Jaumotte, P. Sodsriwiboon, *Current account imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper, WP/10/139.

1. Ze względu na to, że deficyt CA może odzwierciedlać zniekształcenia krajowe. Przykładem tego są niskie stopy oszczędności, wynikające z przejściowych boomów na rynku aktywów (Hiszpania) lub optymistycznych oczekiwań wobec przyszłego wzrostu gospodarczego (Portugalia w II połowie lat 90.).
2. Ze względu na to, że stopniowe dostosowania są bolesne dla gospodarki. Deficyt CA, który wynika z problemów z konkurencyjnością i/lub przegrzania gospodarki, będzie wymagał dłuższego okresu niskiego wzrostu w wyniku procesu dostosowawczego. Szczególnie znajduje to potwierdzenie w warunkach unii monetarnej, gdzie konkurencyjność może zostać przywrócona powoli, poprzez obniżkę kosztów pracy i wzrost produktywności. Dodatkowo, proces ten utrudnia w warunkach UGiW fakt ograniczonej mobilności siły roboczej i ograniczonych transferów fiskalnych między krajami.
3. Ze względu na ryzyko gwałtownego dostosowania. Jeśli dostęp do finansowania zostanie nagle wstrzymany (*sudden stop*) lub stanie się droższy, kraje odnotowujące głębokie deficyty CA będą zmuszone do ostrego ograniczenia popytu wewnętrznego. Negatywne konsekwencje potęguje fakt, że procesowi akumulacji deficytu CA towarzyszy często wzrost akcji kredytowej w sektorze bankowym, często o obniżonej jakości portfela kredytowego. Nagłe odcięcie finansowania zagranicznego, poprzez skurczenie gospodarki, może zwiększyć ilość nieściągalnych kredytów (*non performing loans*), zwiększając niestabilność sektora bankowego.

7.3.2. Kanały transmisji zagranicznych nierównowag płatniczych do Unii Gospodarczej i Walutowej

Tradycyjny mechanizm transmisji dokonuje się kanałem handlowym, a siła jego oddziaływania uzależniona jest od intensywności wzajemnych związków handlowych i rozmiaru bilateralnego deficytu/nadwyżki. Spadek popytu w USA ma zatem bezpośrednie implikacje dla jego głównych partnerów handlowych. Największy bilateralny deficyt jest odnotowywany w handlu z Chinami. Dla strefy euro, USA jako partner handlowy ma relatywnie małe znaczenie, wzajemne obroty handlowe niewiele (w stosunku do PKB) wzrosły na przestrzeni ostatnich 20 lat. Tym samym, spowolnienie gospodarcze w USA (lub zmiana wydatków z importowych na krajowe) ma relatywnie małe znaczenie dla gospodarki UGiW. Według prognoz Komisji Europejskiej trwały spadek popytu w USA, prowadzący do wyeliminowania amerykańskiego deficytu handlowego (sięgającego w 2008 r. ponad 800 mld USD), przełożyłby się na spadek absorpcji towarów eksportowanych z UGiW o ok. 90 mld USD, co stanowiłoby ok. 0,7% PKB strefy euro[143].

[143] Za: *Quarterly report on the euro area*, European Commission, October 2009.

Niemniej jednak, wpływ kanału handlowego na UGiW w procesie korekty globalnej może być niedoszacowany, jeśli koncentrujemy uwagę wyłącznie na handlu bilateralnym. Podmioty gospodarcze z obu bloków gospodarczych konkurują na rynkach krajów trzecich – ekspansja amerykańskiego eksportu na skutek deprecjacji USD może stanowić zagrożenie dla konkurencyjności eksporterów europejskich. Dodatkowo, wpływ umacniania się euro wobec USD na przepływy handlowe zależy od kształtowania się realnego efektywnego kursu euro (w szczególności wpływ deprecjacji USD na kurs euro zależy od tego, czy waluty azjatyckie umocnią się wobec USD)[144].

Jak wynika z dotychczasowych rozważań, wpływ kanału wyceny na wartość aktywów i pasywów zagranicznych powoduje, że kształtowanie się salda CA i ewolucji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej nie musi być jednokierunkowe. Analiza sytuacji płatniczych UGiW oraz USA wskazuje na pewną asymetrię ewolucji obu miar[145]:

– podczas gdy historycznie, rachunki obrotów bieżących w UGiW oraz USA były negatywnie skorelowane, w ostatnich latach zaczynają być skorelowane pozytywnie;

– z drugiej strony, negatywne skorelowanie zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto między UGiW a USA w ostatnich latach zaczyna się nasilać.

Teoretycznie, kraj nadwyżkowy powinien odnotowywać poprawę zagranicznej pozycji netto, podczas gdy kraj deficytowy – pogorszenie. Tymczasem w okresie 2002–2005 zagraniczna pozycja inwestycyjna netto UGiW pogarszała się, podczas gdy w USA była stabilna, a nawet poprawiała się, pomimo iż UGiW jako całość była obszarem nadwyżkowym, zaś USA – deficytowym[146].

Dla UGiW jako całości, której większość aktywów zagranicznych jest denominowana w USD, deprecjacja USD obniża wartość dolarowych aktywów. W przypadku UGiW strata kapitałowa i ujemny dochód z inwestycji netto pogarszały zagraniczną pozycję inwestycyjną netto, mimo posiadania nadwyżki na rachunku obrotów bieżących.

Dla właściwej interpretacji wpływu korekty globalnych nierównowag na UGiW (poprzez wpływ deprecjacji USD) należy zatem uwzględnić zarówno kanał handlowy, jak i finansowy. Znaczenie efektu wyceny dla wyjaśnienia kierunku i dynamiki ewolucji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto należy uwzględniać obok tradycyjnego kanału oddziaływania zagranicznej nierównowagi płatniczej poprzez bilans handlowy i rachunek obrotów bieżących.

---

[144] Wg statystyk MFW, waga USA w indeksie realnego efektywnego kursu euro, wynosi ok. 20% (co odpowiada łącznej wadze Szwajcarii i Wielkiej Brytanii).

[145] P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *Europe and global imbalances*, IMF Working Papers, WP/07/144.

[146] Powyższa anomalia odzwierciedla wpływ zysku lub straty kapitałowej (*capital gains and losses*) wynikających z efektu wyceny na nierównowagę zewnętrzną.

7.3.3. Korekta nierównowagi globalnej a Unia Gospodarcza i Walutowa

Dla UGiW symetryczność działań dostosowawczych (zgodnie z przedstawioną w punkcie 6.2 analizą scenariuszową Komisji Europejskiej) stanowi lepszy scenariusz korekty nierównowag globalnych. Bilans handlowy UGiW pozostaje niezmieniony, zmienia się jego kompozycja. Zmniejszenie nadwyżki w handlu UGiW z USA zostaje zrekompensowane spadkiem deficytu w handlu z Chinami i Japonią. Wpływ obniżenia popytu w USA i deprecjacji USD zależy w dużym stopniu od polityki gospodarczej i rozwoju sytuacji gospodarczej w innych regionach świata.

Scenariusz asymetryczny dla UGiW oznacza poniesienie większego ciężaru dostosowawczego. W obu przypadkach scenariusza asymetrycznego (prezentowanego w raporcie Komisji Europejskiej) konsekwencją korekty nierównowagi globalnej może być wyłonienie się deficytu handlowego UGiW. Europejski sektor *tradables* może być poddany silnej konkurencji cenowej, jako że zagraniczne towary staną się tańsze. Konsumenci z krajów UGiW będą w coraz większym stopniu substytuować towary krajowe zagranicznymi. Może to być niekorzystny dla UGiW scenariusz z dwóch powodów:

– realna aprecjacja euro może przełożyć się na spadek produkcji w sektorze *tradables*. W zależności od elastyczności gospodarek krajów UGiW będzie zależała realokacja zasobów z sektora *tradables* do sektora *nontradables*. W okresie przejściowym negatywnie wpłynie to na lukę produkcyjną i może wywołać wzrost bezrobocia. Szczególnie dotkliwe może być to dla krajów silniej uzależnionych od eksportu. Ograniczona mobilność siły roboczej w ramach UGiW dodatkowo może potęgować negatywne efekty ciężaru dostosowawczego.

– wchodzenie na ścieżkę trwałych deficytów w bilansie obrotów bieżących może być niekorzystne wobec występujących obecnie tendencji demograficznych – starzejącego się społeczeństwa UGiW.

Jeśli korekta przybierze formę asymetryczną, istotnego znaczenia nabiorą w UGiW działania w zakresie wzmacniania realokacji zasobów z sektora *tradables* do *nontradables*. Istotną rolę może odegrać reforma sektora usług oraz polityka zmierzająca do zwiększenia mobilności siły roboczej, co jest także kluczowe dla dostosowań nierównowag wewnątrz UGiW (*intra-euro imbalances*).

Wpływ redukcji popytu wewnętrznego w USA na korektę globalnej nierównowagi i UGiW zależy także od źródła redukcji popytu. Według badań empirycznych, dla UGiW bardziej korzystna byłaby sytuacja, gdyby korekta wynikająca ze spadku popytu w USA pochodziła z konsolidacji fiskalnej niż ze wzrostu oszczędności gospodarstw domowych w USA. Negatywne efekty konsolidacji fiskalnej w USA są dla UGiW relatywnie mniejsze – mimo podobnej skali spadku produkcji w USA, UGiW korzysta z niższych stóp procentowych i cen importowych[147].

[147] *Quarterly report on the euro area*, European Commission, October 2005.

Wpływ potencjalnej korekty nierównowag globalnych na UGiW zależy od mechanizmu przebiegu korekty i odpowiedzi krajów nadwyżkowych (głównie na skutek wzrostu krajowej absorpcji i aprecjacji krajowej waluty wobec USD) na spadek amerykańskiego popytu i deprecjację USD.

Z punktu widzenia UGiW optymalną sytuację stwarza jak największy udział krajów wierzycielskich w mechanizmie dostosowawczym nierównowag. Znacznie większe ryzyko dla UGiW stanowić może sytuacja, gdy kursy walut wiodących krajów wierzycielskich, z których większość jest powiązana z USD, nie dostosowują się. Tak więc osłabienie USD, wobec zablokowania dostosowania kursowego w krajach azjatyckich, generuje aprecjację realnego efektywnego kursu euro. Może to mieć silne negatywne konsekwencje dla aktywności gospodarczej, wzmacniając znaczenie podejmowania środków polityki gospodarczej w celu stymulowania produkcji i popytu. Zważywszy na silne ograniczenia polityki fiskalnej w tym zakresie, wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu, przed istotnymi dylematami odnośnie do hamowania tendencji aprecjacyjnych euro stoi EBC. Aprecjacja euro wobec USD z okresu 2002–2008 zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym nasiliła debatę, czy EBC powinien prowadzić politykę stabilizowania kursu euro[148].

Warto tu przytoczyć stanowisko L. Couthino, który za pomocą symulacji wykazuje, że w wielu przypadkach przeciwdziałanie aprecjacji euro nie jest optymalne. Na decyzję odnośnie do zasadności przeciwdziałania aprecjacji euro głównie wpływają: stopień substytucyjności między towarami produkowanymi w USA, UGiW oraz Azji (regiony) oraz stopnień konkurencji na danym rynku towarów. Autor dochodzi do następujących wniosków:

– jeśli poziom wewnątrzregionalnej konkurencji jest bardzo niski, klasyczny efekt (Mundella-Fleminga) substytucji wynikający z deprecjacji zagranicznej waluty dominuje. EBC ma bodziec do stabilizowania kursu walutowego, aby odzyskać światowe rynki zbytu i poprawić dobrobyt;

– jeśli konkurencja wewnątrzregionalna jest silniejsza niż konkurencja między regionami, ekspansja monetarna prowadzona przez EBC w celu stabilizowania euro może być polityką „zubożania siebie" („*beggar – thyself*"). Stabilizacja w tym przypadku będzie mieć sens tylko wówczas, kiedy stopień konkurencji między regionami będzie zbliżony do stopnia konkurencji wewnątrzregionalnej[149].

Zwiększenie elastyczności walut azjatyckich pozwoliłoby krajom UGiW na obniżenie ekspozycji na szoki płynące z USA. B. Markovic i inni, na podstawie

[148] Np. szeroka polemika na temat zasadności działań przeciwdziałającym aprecjacji euro, zob. „Financial Times, 02.10.2007.

[149] L. Couthino, *Exchange rate policy: the euro area, the United States and Asia*, „International Finance" 2009, no. 12/3. Ograniczeniami modelu są tutaj założenie sztywności cen, konkurencji monopolistycznej oraz pominięcie efektu wyceny.

dynamicznego modelu równowagi ogólnej, składającego się z trzech krajów, wykazują, że stosowany w Azji reżim kursowy istotnie wpływa na ekspozycje UGiW na szoki płynące z USA w przypadku szoku w sektorze *nontradables*, w mniejszym stopniu w przypadku szoku popytowego lub produktywności w amerykańskim sektorze *tradables*[150].

Nagła deprecjacja USD mogłaby też wywołać naciski protekcjonistyczne w Europie i zahamować proces integracji gospodarki światowej, w tym integracji rynku aktywów finansowych. Jednak nawet bez ekstremalnej deprecjacji USD korekta nierównowag globalnych spowoduje dostosowania makroekonomiczne zarówno w USA, jak i w UGiW. Realokacji zasobów z sektora *nontradables* do *tradables* w USA będą towarzyszyć odwrotne procesy w UGiW. Ze względu na różny stopień elastyczności struktur gospodarczych w krajach UGiW korekta będzie okresem rozbieżności w zewnętrznych procesach dostosowawczych i stopach wzrostu gospodarczego[151].

W analizie konsekwencji korekty nierównowag globalnych dla zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto UGiW istotną rolę odgrywa kanał wyceny. Badania empiryczne wykazują, że ekspozycja krajów UGiW na zmiany kursu USD jest słabsza niż ekspozycja krajów azjatyckich – zarówno krajów *emerging markets*, jak i Japonii. Deprecjacja realnego efektywnego kursu USD oddziałuje głównie na największe kraje i regiony wierzycielskie – kraje azjatyckie (*emerging markets* i Japonię) i eksporterów ropy naftowej. Wynika to z faktu utrzymywania większych dolarowych pozycji inwestycyjnych netto przez inwestorów chińskich i japońskich niż europejskich (zarówno prywatnych, jak i publicznych). Konsekwencje osłabienia USD dla inwestorów z UGiW, powodujące spadek wartości ich należności denominowanych w USD, nie są aż tak istotne jak w przypadku krajów azjatyckich (i w coraz większym stopniu krajów eksporterów ropy naftowej). Największą stratę kapitałową odnotowałaby UGiW w przypadku realizacji scenariusza *disruptive adjustment*.

Kolejna kwestia determinująca ewentualne konsekwencje korekty nierównowag dla UGiW to heterogeniczność krajów członkowskich zarówno w aspekcie pozycji inwestycyjnych netto i bilateralnych związków finansowych z USA, jak i bilateralnych związków handlowych. Ewentualna korekta nierównowagi płatniczej USA poprzez kanał handlowy i kanał globalnego środowiska finansowego (np. wzrost stóp procentowych) oraz wartość aktywów dolarowych i kursu walutowego może mieć różny wpływ na dobrobyt i cykl gospodarczy w krajach UGiW. Kanał handlowy odgrywa ograniczoną rolę w przypadku UGiW, wyjątkiem tu jest Irlandia oraz w mniejszym zakresie Wielka Brytania.

---

[150] B. Markovic, L. Povoledo, *Does Asia's choice of exchange rate regime affect Europe's exposure to US shocks?*, Bank of England Working Paper, no. 318/2007.

[151] European Economic Advisory Group, Report on the European Economy, 2006.

Heterogeniczność krajów UGiW w zakresie kształtowania ich zagranicznej pozycji netto może spowodować odmienną wrażliwość na ewentualną korektę nierównowagi. Rola kanału wyceny dla dostosowań zewnętrznych będzie miała asymetryczny wpływ, zależny od aktywów i pasywów zagranicznych (w ujęciu nie tylko netto, ale i brutto), struktury walutowej i terminów zapadalności poszczególnych pozycji.

Wpływ spadku cen aktywów dolarowych i deprecjacji USD na pozycję inwestycyjną netto jest relatywnie mały w większości krajów UGiW. P. Lane i inni wyodrębniają trzy grupy krajów, w zależności od wrażliwości ich pozycji inwestycyjnych na efekt wyceny:

– Austria, Finlandia, Grecja, Włochy i Portugalia – które mają niski poziom ekspozycji na zmiany cen i kursów wyrażonych w USD (*dollar exposure*);

– Belgia, Francja, Niemcy – które mają umiarkowany poziom *dollar exposure*;

– centra finansowe – Irlandia, Luksemburg i Holandia – w których poziom *dollar exposure* jest wysoki[152].

Zmiana kierunków przepływów kapitału i alokacji portfela wynikająca z uruchomienia mechanizmów dostosowawczych może spowodować wyłonienie się większej premii od ryzyka (także w strefie euro) i ciśnienie na wzrost stóp procentowych. Istotne znaczenie może mieć struktura aktywów i pasywów zagranicznych w podziale na instrumenty. P. Lane i inni zwracają uwagę na trzy istotne skutki korekty nierównowag dla zagranicznej pozycji inwestycyjnej:

– wzrost globalnych stóp procentowych (np. na skutek wzrostu krajowych inwestycji w Azji i krajach eksporterach ropy naftowej, jak w scenariuszu *policy adjustment*), będzie miał pozytywny wpływ na finansowe terms of trade krajów o dodatniej pozycji zewnętrznej w instrumentach dłużnych, zaś negatywny na kraje o pozycji ujemnej. Obok finansowych centrów jak Irlandia czy Luksemburg, jedynym krajem o dodatniej pozycji inwestycyjnej w instrumentach dłużnych, a więc krajem, który doświadczyłby pozytywnego *terms of trade* na skutek wzrostu światowych stóp procentowych, byłaby Belgia;

– jeśli inwestorzy międzynarodowi wykazaliby zwiększoną awersję do ryzyka wobec krajów wykazujących znaczne deficyty na rachunkach obrotów bieżących (scenariusz *disruptive adjustment*), istotne znaczenie nabrałby fakt przynależności lub nie do strefy euro. Bliski zrównoważenia zagregowany bilans płatniczy UGiW sugeruje, że euro nie będzie ulegało osłabieniu w tym scenariuszu. Wzrost awersji do ryzyka może redukować przepływy kapitałowe do krajów „*out*", najbardziej narażone na to mogą być kraje o znacznym zadłużeniu netto w walutach obcych;

[152] P. Lane, G. Milesi-Ferretti, *Europe and global imbalances.* Analiza obejmowała pozycję inwestycyjną netto w trzech kategoriach: akcje, instrumenty dłużne (inwestycje portfelowe) i bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

– scenariusz *disruptive* może mieć negatywny wpływ na wartość akcji, poprzez swój negatywny wpływ na globalny wzrost gospodarczy. Rozwinięte kraje UGiW o dodatniej pozycji inwestycyjnej w udziałowych papierach wartościowych, doświadczyłyby negatywnego efektu wyceny, nawet jeśli byłby krajami o ograniczonej *dollar exposure*.

Heterogeniczność krajów UGiW w zakresie relacji handlowych i finansowych z USA powodują, że scenariusz *disruptive adjustment* stanowiłby dla unii walutowej szok asymetryczny. Dostosowanie do tego szoku wymagałoby – wobec sztywności nominalnej – zmian bilateralnych realnych kursów walutowych między krajami członkowskimi. Dostosowania realnego kursu walutowego dokonałyby się poprzez różnicowanie stóp inflacji. Byłby to najprawdopodobniej powolny proces, wobec niskiej inflacji w krajach będących kredytodawcami netto, oraz towarzyszyłby mu wyraźne cykliczne spowolnienie w krajach dłużniczych, szczególnie jeśli sztywności strukturalne przeszkadzają wewnątrzsektorowej realokacji zasobów[153].

Dalsza deprecjacja USD w ujęciu realnym efektywnym, połączona ze wzrostem stóp procentowych i wyłonieniem się zróżnicowania w stopach procentowych w krajach UGiW, może zwiększyć rozbieżności w cyklach gospodarczych i stopach inflacji w krajach UGiW. Doświadczenia z przeszłości wskazują, że ceny konsumpcyjne i wzrost gospodarczy intensywniej odpowiedzą na ruch kursu euro w małych, otwartych gospodarkach niż w relatywnie dużych gospodarkach.

Kanał stopy procentowej spowoduje, że spadek kursu USD, wynikający ze spadku popytu lub zwiększonej premii za ryzyko inwestowania w amerykańskie aktywa, doprowadzi do wzrostu stóp procentowych w USA i ich spadku w UGiW, w wyniku zwiększonego popytu na instrumenty emitowane w euro. Efekt ten byłby wzmocniony, gdyby inwestorzy spodziewali się dalszej aprecjacji euro w przyszłości.

Należy zauważyć, że korekta nierównowagi globalnej z okresu 2008–2009 miała charakter czasowy. W kontekście spodziewanego dalszego zwiększania nierównowagi globalnej dla UGiW kluczowe staje się przygotowanie na ewentualną absorpcję szoków poprzez wprowadzenie reform strukturalnych zwiększających elastyczność gospodarek. Zawężenie nierównowag globalnych w okresie 2008–2009 znalazło także swoje odzwierciedlenie w spadku rozbieżności w zewnętrznej pozycji płatniczej krajów UGiW. Korekta miała miejsce głównie poprzez czynniki cykliczne związane ze zmianami w produktywności czynnika pracy. Jednak – podobnie jak w przypadku nierównowag globalnych – dla trwałości tej korekty konieczne są zmiany w czynnikach strukturalnych, zawie-

[153] O. Blanchard, *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, November 2006.

rające zmiany w układzie cen relatywnych i popycie między krajami członkowskimi[154].

Analizując związek między UGiW a globalnymi osiami nierównowag, należy także uwzględnić potencjalnie stabilizujący wpływ UGiW na globalne środowisko makroekonomiczne i finansowe. Posiadanie w ujęciu zagregowanym rachunku obrotów bieżących na poziomie *close to balance* przez tak duży obszar gospodarczy jak UGiW, prowadzący politykę makroekonomiczną ukierunkowaną na stabilizację, może przyczyniać się do zredukowania ryzyka gwałtownej korekty globalnych nierównowag. Inny argument przemawiający za stabilizacyjnym oddziaływaniem UGiW na globalną nierównowagę opiera się na przekonaniu, że może ona w przyszłości przyczynić się do bardziej zbilansowanej konstelacji rachunków bieżących w ujęciu globalnym. Efekt ten może się dokonać na skutek wyłonienia się euro jako waluty międzynarodowej, która – stanowiąc silną konkurencję wobec USD – może utrudnić USA finansowanie olbrzymich deficytów na rachunku obrotów bieżących[155]. Argument ten bazuje na tezie, że jedną z przyczyn utrzymującego się obecnie deficytu na rachunku obrotów bieżących USA jest łatwość jego finansowania oraz możliwość unikania ciężaru dostosowawczego.

8. Podsumowanie

Analiza przeprowadzona w rozdziale III koncentruje się na opisie współczesnego epizodu nierównowag globalnych w odniesieniu do okresu: od drugiej połowy lat 90. XX w., kiedy miało miejsce dynamiczne narastanie nierównowag, do 2007 r., kiedy nastąpił globalny kryzys finansowy. Zakończenie analizy w roku 2007 było intencjonalne, gdyż celem rozdziału jest prezentacja nierównowag w warunkach dobrej koniunktury globalnej, określanej potocznie w literaturze jako okres *Great Moderation*.

Determinanty współczesnego epizodu nierównowag zostały przedstawione w podziale na determinanty cykliczne i strukturalne, co można w dużym stopniu odnieść do podziału na czynniki krótko- i długookresowe. Analiza determinant prowadzi do konkluzji, że mimo obszernych studiów empirycznych w tym obszarze nie można dokonać ich hierarchizacji. Nie dysponujemy zwartym modelem determinant, pozwalającym na dokonanie jednoznacznej oceny stopnia ich istotności. Alternatywne podejście, stosowane powszechnie w literaturze przedmiotu,

[154] Szerokie omówienie tego zagadnienia: *Quarterly report on the euro area*, Special issue, *The impact of the global crisis on competitiveness and current account divergences in the euro area*, European Commission, no. 1/2010.

[155] B. Dohring, H. Temprano-Arroyo, *Implications of EMU for global macroeconomic and financial stability*, European Economy, Economic Papers, no. 343/October 2008.

polega na budowaniu zwartych koncepcji (hipotez) nierównowag. Prezentowane koncepcje akcentują rolę wybranej lub kilku determinant i stanowią spójny, logiczny opis zjawiska. Przytaczam zarówno argumenty przemawiające za racjonalnością, jak i obszary krytyki poszczególnych koncepcji. Również w przypadku koncepcji nierównowag nie dysponujemy ich hierarchizacją. W moim odczuciu, wszystkie koncepcje stanowią racjonalne wytłumaczenie fenomenu współczesnych nierównowag globalnych i należy je traktować komplementarnie. Ciekawą kwestią poruszaną w rozdziale jest związek przyczynowo-skutkowy między determinantami nierównowag. Badania empiryczne wykazują występowanie współzależności między kształtowaniem się stóp procentowych w centrum a akumulacją rezerw w peryferiach. Świadczy to o dwustronnym kierunku zależności determinant, występowaniu kanałów transmisji nierównowag (makroekonomicznego, monetarnego). Mając na uwadze podobne, dwukierunkowe oddziaływanie kształtowania się sald CA i akumulacji rezerw, możemy śmiało postawić tezę o występowaniu bardzo złożonych, wzajemnie się wzmacniających procesów kształtujących nierównowagi globalne.

Wydaje mi się, że o ile remedium na wspomnianą drugą współzależność jest skłanianie krajów nadwyżkowych do zmniejszenia skali odpływu kapitału oficjalnego netto, o tyle w przypadku pierwszej zależności środkiem zaradczym mogłoby stać się koordynowanie polityk monetarnych w skali globalnej.

Kolejna dyskusyjna kwestia podejmowana w literaturze przedmiotu dotyczy mechanizmu i przebiegu ewentualnej korekty nierównowag. Prezentuję alternatywne poglądy dotyczące utrzymywalności (*sustainability*) nierównowag, ich wpływu na stabilność i uruchamianych kanałów dostosowawczych. Dyskusyjne jest, czy wystarczającym kanałem może być przekierowywanie wzrostu (*growth rebalancing*), czy też niezbędne są dostosowania kursowe. W literaturze dotyczącej procesów dostosowawczych nierównowag widoczne jest koncentrowanie uwagi na roli Stanów Zjednoczonych i Chin. Niewątpliwie, dostosowania na głównych osiach nierównowag mają kluczowe znacznie, jednak w moim odczuciu często nie docenia się roli innych osi nierównowag w procesach dostosowawczych.

W tym celu włączam do analizy rolę krajów eksportujących ropę naftową. Kraje eksportujące ropę naftową zakumulowały ogromne nadwyżki płatnicze; tak znaczne przepływy petrodolarów nie mogą być zatem pomijane w debacie na temat nierównowag globalnych. Powszechnie przyjmuje się, że ceny ropy naftowej są jedynym, wiodącym czynnikiem kształtującym saldo płatnicze tej grupy krajów, a więc poprzez obniżkę cen (wynikającą np. z globalnej dekoniunktury) nadwyżka może zostać zredukowana. Faktycznie, badania wykazują że ewolucja sald rachunków CA eksporterów ropy naftowej podąża za ewolucją cen ropy. Cykliczność cen ropy (*boom and bust cycles*) przenosi się na salda płatnicze eksporterów ropy. Jednocześnie podkreśla się w literaturze, że nie jest oczywiste, czy nierównowagi globalne uległyby zawężeniu wraz ze spadkiem importu eksporterów ropy i eksportu importerów ropy. Jestem przekonana, że

rola eksporterów ropy jest bardziej istotna niż powszechnie jest to przyjmowane. Badania wykazują, że kraje te doświadczają szybszej korekty sald na rachunkach CA i silniejszego wpływu impulsów fiskalnych. Rola polityki fiskalnej ma niezwykle istotne znaczenie w determinowaniu wewnętrznych oszczędności, tworząc „podwójne nadwyżki" („*twin surpluses*"). Restrykcyjna polityka fiskalna podtrzymuje nadwyżki na rachunku CA, przyczyniając się do pogłębiania nierównowag globalnych. Decyzje sektora rządowego odnośnie wydatkowania lub akumulowania aktywów zagranicznych netto mogą albo podtrzymywać albo redukować globalne nierównowagi. Zwiększenie skali wydatków fiskalnych pozwoliłoby na absorpcję światowego eksportu umożliwiając jednocześnie dostosowania globalne. Odpowiedni wybór kierunków lokowania (od strony krajów, instrumentów) zakumulowanych petrodolarów w ramach Państwowych Funduszy Majątkowych (SWF) może także stanowić istotny czynnik korekcyjny nierównowag. W szczególności na dynamikę nierównowag globalnych może mieć wpływ to, czy aktywa zagraniczne netto przybiorą formę zagranicznych inwestycji bezpośrednich, czy krótkookresowych inwestycji portfelowych, oraz czy zostaną użyczone sektorowi prywatnemu, czy publicznemu. Wydaje się, że łagodniejszy przebieg korekty nierównowag globalnych zapewniłyby zagraniczne bezpośrednie inwestycje, pozwalając jednocześnie krajom lokowania BIZ na zdynamizowanie wzrostu gospodarczego i podtrzymanie ich pozycji płatniczych. Dalsze lokowanie nadwyżek w amerykańskie papiery skarbowe może z kolei podtrzymywać nierównowagi i ryzyko gwałtownej korekty. Przypadek krajów eksportujących ropę naftową stanowi zatem potwierdzenie tezy, że formy i kierunki eksportowania kapitału mogą stanowić niezwykle ważny środek korekcji nierównowag globalnych.

Ostatnia część rozdziału przedstawia główne osie nierównowag, a więc obszary, które – w moim odczuciu – są kluczowe dla zrozumienia podłoża i skali narastania nierównowag. Od strony krajów deficytowych koncentruję się na Stanach Zjednoczonych. Od strony krajów nadwyżkowych na Chinach, Japonii i pozostałych azjatyckich krajach *emerging markets*. Włączenie do analizy Unii Gospodarczej i Walutowej podyktowane było dokonującą się w ostatnich latach zmianą w podejściu do oceny roli zewnętrznej pozycji płatniczej w warunkach unii monetarnej. Poglądowi forsowanemu od początku budowy UGiW, że w warunkach unii monetarnej pozycje zewnętrzne nie mają znaczenia, gdyż nie ma ryzyka kursowego, coraz częściej przeciwstawiany jest pogląd (wsparty działaniami instytucjonalnymi Wspólnoty w ramach budowy tzw. Nowego Ładu Gospodarczego) istotności monitorowania i stabilizowania tej kategorii ekonomicznej. Odwołując się do prezentowanych determinant i zwartych koncepcji nierównowag, prezentuję kształtowanie się stóp oszczędności, inwestycji, sald na rachunku CA i pozycji inwestycyjnych poszczególnych osi nierównowag. Taka analiza pozwala uchwycić najistotniejsze – z punktu widzenia danego kraju/obszaru – czynniki (np. rozwój rynku finansowego, kształt polityki kursowej i pieniężnej) determinujące kształtowanie się pozycji zewnętrznych.

ROZDZIAŁ IV

Rezerwy walutowe w alokacji płynności międzynarodowej

1. Rezerwy walutowe a płynność międzynarodowa

B. Cohen definiuje płynność międzynarodową jako „szeroki zakres międzynarodowych środków płatniczych będących w posiadaniu lub w pełni dostępnych dla krajowych podmiotów sektora publicznego i prywatnego". Zwraca także uwagę, że zanim nastąpił rozwój globalnych rynków kapitałowych, płynność międzynarodowa była utożsamiana z rezerwami walutowymi[1]. Rozszerzenie pojęcia płynności międzynarodowej o dostęp do zagranicznego kredytu jest konsekwencją procesu globalizacji finansowej[2].

Rozróżnienie między pojęciami „płynność międzynarodowa" i „rezerwy walutowe" jest widoczne w klasyfikacji F. Aschingera[3], który – z punktu widzenia dysponentów – dzieli płynność na dwie kategorie: płynność oficjalną oraz prywatną. Płynność oficjalna składa się z:

– płynności bezwarunkowej, którą tworzą rezerwy własne będące do dyspozycji władz niezależnie od warunków; są to: złoto, rezerwy dewizowe, pozycje rezerwowe w MFW, SDR;

– płynności warunkowej, czyli zdolności do zaciągania pożyczek zagranicznych; możliwość dysponowania nimi zależy od wierzycieli: płynność warunkową tworzą kredyty MFW, międzynarodowe porozumienia swap, kredyty regionalnych instytucji finansowych.

---

[1] Tradycyjna definicja płynności międzynarodowej („wszystkie aktywa będące w posiadaniu władzy monetarnej, które mogą zostać wykorzystane bezpośrednio lub poprzez przypisaną im wymienność na inne aktywa, w celu wsparcia kursu wymiany kiedy pozycja zewnętrzna jest deficytowa") zaproponowana przez G10 (Group of Ten) ignoruje płynność utrzymywaną przez sektor prywatny w krajach o otwartych rachunkach kapitałowych. Za: *Report of the Study Group on the creation of reserve assets*, Report to the Minister and Governors, Group of Ten, 1965. Definicja ta nie uwzględnia zatem transnarodowego wykorzystania płynności będącego w posiadaniu sektora prywatnego i jego konsekwencji.

[2] B. Cohen, *The Macrofoundation of Monetary Power*, University of California At Santa Barbara, June 2004

[3] F. Aschinger, *Das Wahrungssystem des Westens*, Frankfurt/Main 1975, za: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.

Z powyższej klasyfikacji wynika zatem, że rezerwy walutowe, będące węższym pojęciem od płynności międzynarodowej, są tożsame ze składnikami płynności oficjalnej bezwarunkowej.

Płynność prywatną tworzą rezerwy dewizowe banków komercyjnych, funduszy inwestycyjnych i innych instytucji międzynarodowych. Pod względem ilościowym ta kategoria płynności dominuje nad płynnością oficjalną. Większość globalnej płynności jest obecnie tworzona w wyniku operacji międzynarodowych banków i finansowych instytucji niebankowych.

W swoim raporcie na temat globalnej płynności Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) nie dokonuje rozróżnienia w płynności oficjalnej. Zwraca uwagę, że tylko banki centralne mają ostateczną zdolność kreacji płynności oficjalnej. Programy pomocowe MFW, czy kreacja SDRów, stanowią „instrument mobilizowania płynności oficjalnej, ale nie są narzędziami kreacji płynności". Definicja płynności oficjalnej BIS ogranicza ją do „możliwości bezwarunkowego finansowania swoich zobowiązań między władzami monetarnymi". Banki centralne mają taką możliwość poprzez operacje realizowane w ramach polityki pieniężnej oraz stworzenie dostępu do nadzwyczajnego wsparcia finansowego (*liquidity assistance*). Wspólnym elementem płynności prywatnej i oficjalnej jest zatem łatwość finansowania (*ease of financing*)[4]. Płynność prywatna jest endogeniczna w stosunku do warunków globalnego systemu finansowego. Ma charakter procykliczny, uzależniona jest od wielu czynników, jak stopy wzrostu i różnice w stopach, polityki monetarnej, regulacji systemu finansowego. Przede wszystkim jednak zależy od skłonności uczestników rynku do dostarczania funduszy lub zawierania transakcji na rynkach finansowych. Istotną jej determinantą jest zatem percepcja ryzyka partnera (*counterparty risk*). Dostarczanie płynności w walucie krajowej przez bank centralny jest egzogeniczne, jej skala i warunki nie zależą od dostępności funduszy na rynkach finansowych, tylko od uwarunkowań krajowej polityki monetarnej (np. rodzaj reżimu kursowego) i mechanizmów funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego (np. wymóg pokrycia dla emisji).

Warunki globalnej płynności są wynikiem interakcji między trzema kategoriami czynników ją kształtujących, które BIS nazywa „mechanizmami transmisyjnymi globalnej płynności"[5]:

– czynników makroekonomicznych – takich jak wzrost gospodarczy, kształt polityki monetarnej (stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, dyferencjały stóp procentowych), wybór reżimu kursowego, polityka rachunku obrotów kapitałowych[6] i zakres, w jakim wpływają one na *global imbalances*. Czynniki te oddziałują zarówno na podaż, jak i popyt na globalną płynność;

---

[4] *Global liquidity-concept, measurement and policy implications*, BIS, Committee on the Global Financial System CGFS Papers, no. 45, November 2011.

[5] *Ibidem.*

[6] Rozumiana jako polityka liberalizowania przepływów kapitałowych.

– innych polityk sektora publicznego (np. polityka zabezpieczeń w transakcjach z bankiem centralnym), w tym regulacji (zasady nadzoru ostrożnościowego) sektora finansowego;

– czynników finansowych, które wpływają zachowania uczestników rynków finansowych i pośredników finansowych, jak innowacje finansowe i awersja do ryzyka.

Nie ulega wątpliwości, że w świecie wysokiej mobilności przepływów kapitału, globalna płynność i jej uwarunkowania mają kluczowe znaczenie dla międzynarodowej stabilności finansowej. Wynika to co najmniej z czterech powodów:

– wraz ze wzrostem integracji finansowej, globalne warunki finansowe mają coraz większy wpływ na krajowe warunki gospodarcze, wpływając na międzynarodowe przepływy kapitałowe oraz dynamikę kredytów, ceny aktywów finansowych i realnych (nieruchomości) w poszczególnych krajach;

– globalna płynność może przyczynić się do narastania niestabilności w systemie finansowym w formie dużych niedopasowań walutowych, w zapadalności instrumentów;

– niedostatek globalnej płynności ma istotne konsekwencje dla wzrostu globalnego (co wykazały doświadczenia kryzysu 2008–2009);

– odpowiedź krajowych polityk gospodarczych na brak globalnej płynności, np. w drodze akumulacji rezerw walutowych, może istotnie oddziaływać na przepływy kapitałowe i rynki finansowe.

Zatem, jak zwraca uwagę D. Domański i inni[7], pojęcie płynności globalnej ulega obecnie przeorientowaniu. Tradycyjnemu traktowaniu płynności globalnej w kategoriach wyniku realizowanej na poziomie narodowym polityki monetarnej (i postrzeganiu płynności jako głównej determinanty inflacji cen towarów) przeciwstawić należy współczesne postrzeganie płynności przez pryzmat stabilności finansowej. W tym kontekście zasadne jest, obok rozróżniania płynności na oficjalną i prywatną, dokonywania rozróżnienia aktywów płynnych i niepłynnych, w przypadku których linią podziału jest rynkowa percepcja ryzyka wypłacalności partnera (*counterparty risk*). W okresach napięć na rynkach finansowych, pojęcie płynności ulega bowiem zawężeniu, w przeciwieństwie do okresów spokoju, gdzie znacznie więcej aktywów jest uznawanych za płynne, niezależnie od tego, czy są denominowane w kluczowej walucie rezerwowej[8].

Na skutek powyższych uwarunkowań i procesów wyłania się tendencja do rozróżniania pojęcia *international liquidity* (międzynarodowa płynność), rozumianej jako dostęp do kredytu w sytuacji odpływu kapitału od pojęcia *global*

[7] D. Domanski i in., *Assessing global liquidity*, „BIS Quarterly Review", December 2011.

[8] I. Angeloni i in., *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, Economic Papers, no. 444, July 2011.

liquidity (globalna płynność), odnoszącej się do poziomu kredytu na poziomie globalnym. Pojęcie globalnej płynności (jako sumy płynności krajowej i międzynarodowej) jest zatem koncepcją z zakresu polityki monetarnej, w odróżnieniu od płynności międzynarodowej, opartej na koncepcji z zakresu bilansu płatniczego[9].

2. Podaż płynności międzynarodowej. Alternatywne techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej

Analogicznie do dyskusji, czy dodatni bilans obrotów bieżących jest wynikiem nadmiernych oszczędności, czy niedostatecznych inwestycji, tak samo kwestię oceny zjawiska akumulacji rezerw należy rozpatrywać z dwóch stron – zarówno jako wynik indywidualnego popytu na płynność (kierowanego różnymi determinantami), jak i wynik globalnej podaży płynności (mechanizmów jej alokacji oraz ich efektywności).

Analizując uwarunkowania globalnej płynności, należy podkreślić istniejącą interakcję między płynnością prywatną a oficjalną. Tradycyjny związek między obiema formami płynności wyraża się w tym, że płynność oficjalna stanowi podstawę dla kreacji płynności prywatnej, poprzez mechanizm mnożnika pieniężnego. Współcześnie mamy do czynienia z bardziej złożonym związkiem: przepływy kapitału prywatnego mogą zwiększać zasób płynności oficjalnej (powodując akumulację rezerw), zaś reinwestowanie rezerw w płynne aktywa innych krajów łagodzi ich warunki finansowe, zwiększając płynność prywatną i tym samym globalny zasób płynności (wpływ poprzez dochodowość walorów).

Problem w tym, że o ile w okresach względnej stabilności na międzynarodowych rynkach finansowych, podaż globalnej płynności jest determinowana głównie przez banki działające w międzynarodowej przestrzeni (lub pośrednio poprzez rynki finansowe), o tyle w okresach napięć, podaż płynności międzynarodowej zależy w decydującej mierze od dostępu sektora prywatnego do płynności oficjalnej. Inaczej ujmując, w okresach napięć, mnożnik pieniężny spada do zera. O ile, jak wspomniano, banki centralne mają w ramach współczesnych uwarunkowań msw nielimitowaną możliwość kreacji płynności w walucie krajowej[10], to problemem jest dostarczenie płynności walutowej.

---

[9] *Ibidem.*

[10] Zdolność ta jest jedynie ograniczona poprzez zaufanie podmiotów gospodarczych do wartości waluty.

Zastanawiając się nad możliwościami jej pozyskania, D. Rodrik wyróżnia trzy strategie:

– obniżenie krótkoterminowego zadłużenia,
– pozyskanie płynności w drodze zabezpieczonego kredytu,
– wzrost poziomu rezerw walutowych.

Aby zrozumieć rolę akumulacji rezerw w kontekście uwarunkowań podażowych, należy dokonać przeglądu alternatywnych źródeł współczesnej podaży płynności oficjalnej. Wychodząc z założenia, że;

– po pierwsze: szoki w globalnej płynności zazwyczaj polegają na spadku płynności walutowej,
– po drugie: kluczowe znaczenie z punktu widzenia stabilności międzynarodowego systemu finansowego ma dostęp do płynności w sytuacji zaburzeń na rynkach finansowych,

właśnie koncentracja na instrumentach awaryjnego wsparcia płynnościowego (*international liquidity assistance*) jest zasadnicza w analizie instrumentów płynności oficjalnej.

Satysfakcjonujące techniki dostarczania walutowego wsparcia płynnościowego *(international liquidity assistance)* powinny, zdaniem S. Cecchettiego, spełniać następujące kryteria[11]:

– dawać krajom wystarczające zapewnienie o zaspokojeniu ich ewentualnego popytu na płynność. Dotyczy to zarówno pewności co do wysokości wsparcia płynnościowego (im bliżej wsparcia nielimitowanego, tym lepiej) oraz czasu trwania (najlepiej jeśli wsparcie jest o nieograniczonym czasie trwania),
– pozwolić uniknąć nadmiernego *moral hazard* (pokusy nadużycia) oraz nie dopuścić aby kraje będące w „fundamentalnej nierównowadze" opóźniały konieczne dostosowania,
– nie stawiać nieuzasadnionych ograniczeń na dostawców płynności.

Pierwszy warunek jest o tyle istotny, że mając świadomość niewystarczających technik dostarczania *liquidity assistance* na poziomie ponadnarodowym, kraje mogą dążyć do samodzielnego ubezpieczania się poprzez akumulowanie rezerw walutowych, co wiąże się z dużymi kosztami dla kraju i gospodarki światowej jako całości. Z drugiej strony, wszystkie techniki opierające się na kredycie jako sposobie zapewnienia *liquidity assistance*, generują pokusę nadużycia (*moral hazard)*. Można co najwyżej starać się je minimalizować.

Obszerną klasyfikację techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej przedstawiają W. Allen i inni, dzieląc je na wielostronne, dwustronne i jednostronne.

[11] S. Cecchetti, *Alternatives to self-insurance*, www.bis.org.

Tabela 21. Techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej

Rodzaj	Technika	Przykład	Zalety	Wady
Wielostronne	*Pooling* rezerw	Chiang Mai	Optymalizuje poziom utrzymywanych rezerw	*Moral hazard* Możliwe opóźnienia w uruchomieniu Nie wszyscy członkowie mogą jednocześnie mieć dostęp
	Pooling zawierający własną walutę	MFW	j.w.	*Moral hazard* i możliwe opóźnienia
Bilateralne	Siatka swapów zarządzana przez kraj waluty rezerwowej	SRF, 1962–1998 SRF, od XII 2007	Zapewnia szybki dostęp do funduszy Optymalizuje poziom utrzymywanych rezerw, wymaga tylko bilateralnych negocjacji	*Moral hazard* Wybór kraju otrzymującego płynność
	Kraj pożyczający z własnych rezerw walutowych	Dania, Norwegia, Szwecja pożyczające Islandii 2008	Wymaga bilateralnych negocjacji	*Moral hazard* i możliwe opóźnienia Podstawienie funduszy do dyspozycji może nie być zagwarantowane
	Bank centralny akceptuje zabezpieczenie w walucie zagranicznej pochodzące spoza kraju działania banku komercyjnego	Kanada, Hong Kong 2008	Nie wymaga międzynarodowych negocjacji	Może być nie wystarczającym źródłem
Jednostronne	Akumulacja rezerw walutowych w celu *self-insurance*	Kraje Azji Wsch. po kryzysie 1997–1998	Nie wymaga międzynarodowych negocjacji Szybki dostęp do środków	Alokacja zasobów w aktywa o niskiej rentowności Globalne makroekonomiczne konsekwencje

Źródło: W. Allen, R. Moessner, *Options for meeting the demand for international liquidity during financial crisis*, „BIS Quarterly Review", September 2010.

1. Techniki multilateralne. Polegają na tym, że grupa krajów decyduje się stworzyć fundusz płynnościowy udostępniany w razie potrzeby. Problemem jest, czy bardziej optymalnym rozwiązaniem jest stworzenie takiego mechanizmu na poziomie regionalnym (np. *pooling* rezerw), czy globalnym (umocowanie MFW jako międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji).

W systemie *poolingu* rezerw kraje mają dostęp do funduszy, kiedy potrzebują płynności. Podstawowa zaleta *poolingu*, czyli możliwość podstawienia do dyspozycji krajowych banków płynności walutowej, traci na znaczeniu w sy-

tuacji globalnego kryzysu płynnościowego, kiedy to więcej krajów zgłasza popyt na płynność jednocześnie. Dlatego mają szansę być efektywnym instrumentem wsparcia płynnościowego w sytuacji szoków asymetrycznych, idiosynkratycznych lub regionalnych. Obecnie istniejące *poolingi* rezerw są bardzo heterogeniczne, obejmują kraje w takich regionach, jak Ameryka Łacińska, Ameryka Płn, Środkowy Wschód. Najbardziej znanym przykładem *poolingu* rezerw jest struktura Chiang Mai Initiative (CMI), utworzona po kryzysie azjatyckim 1997–1998 w celu zapewnienia azjatyckim bankom centralnym wzajemnego wsparcia płynnościowego w sytuacji kryzysowej. CMI funkcjonuje jako siatka bilateralnych porozumień swapowych.

Innym przykładem multilateralnej techniki zasilania płynnościowego jest *pooling* stworzony w ramach zasobów MFW. Przyjęta metoda wnoszenia kwot udziałowych krajów członkowskich do MFW we własnej walucie oraz w dewizach powoduje, że kraje mają dostęp do pożyczek MFW udzielanych w dewizach. W ten sposób MFW może dokonywać redystrybucji funduszy od krajów wierzycielskich do dłużniczych. Pożyczki MFW odegrały istotną rolę w trakcie kryzysu azjatyckiego 1997–1998 w przezwyciężaniu konsekwencji kryzysu bankowego. Krytyka mechanizmów kredytowych MFW, opierających się na polityce *conditionality*, stała się bodźcem dla wypracowywania instrumentów na poziomie regionalnym.

2. Techniki bilateralne. Techniki te polegają na tym, że jedna instytucja zobowiązuje się do dostarczenia płynności zagranicznemu bankowi centralnemu. Takim rozwiązaniem mogą być porozumienia (linie) swapowe, zawarte między dwoma bankami centralnymi.

C. Borio i inni klasyfikują linie swapowe zawierane między bankami centralnymi jako przykład niekonwencjonalnej polityki monetarnej (*unconvencional monetary policy*), wchodzącej w skład szerszej kategorii, jaką jest polityka bilansu banku centralnego (*balance-sheet policy*). Jest to polityka, w której bank centralny używa swojego bilansu do wpływania na ceny aktywów i warunki finansowe, omijając kanał krótkoterminowej stopy procentowej. Głównym kanałem, poprzez który polityka bilansu banku centralnego oddziałuje, jest zmiana kompozycji składników bilansu, które są niedoskonałymi substytutami względem siebie (oraz najczęściej sumy bilansowej)[12]. C. Borio i inni klasyfikują linie swapowe jako instrument polityki kredytowej (obok modyfikacji w okienku dyskontowym, rozszerzania zakresu zabezpieczeń, kontrahentów i innych instrumentów), mającej wpływać na warunki rynku międzybankowego.

[12] C. Borio, P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, no. 292/2009. Inne rodzaje polityki bilansu banku centralnego to polityka kursu walutowego, polityka *quasi*-zarządzania długiem publicznym, polityka kredytowa i polityka rezerw bankowych.

Porozumienia swapowe, szeroko wykorzystywane w trakcie ostatniego kryzysu (por. rozdział VI), nie są bynajmniej nowym instrumentem wsparcia płynnościowego. System Rezerwy Federalnej (SRF) utrzymywał siatkę porozumień swapowych przez wiele lat, począwszy od 1962 r. do końca lat 90. Co ciekawe, pierwotnym celem ustanowienia tej techniki dostarczania płynności dolarowej była obrona ustanowionych kursów walutowych w ramach systemu Bretton Woods. Przez lata wzrastała zarówno wartość porozumień swapowych (od ok. 2 mld USD w 1963 r. do ok. 20 mld USD w 1973 r.), jak i liczba banków centralnych będących beneficjentami linii (od 8 w 1963 r. do 14 w 1973 r.). Porozumienia swapowe obowiązywały z reguły przez 3 miesiące; były uruchamiane na życzenie beneficjenta oraz mogły być odnowione za porozumieniem stron. Do końca lat 90. głównym celem stosowania tej techniki zasilania dewizowego było dostarczenie waluty zagranicznej potrzebnej do przeprowadzenia interwencji walutowych, nie zaś zapewnienie płynności rynku pieniężnego. Pod koniec lat 90. porozumienia wygasły, ze względu na ich znikomy zakres wykorzystania (upowszechnianie się *floatingów*) i wyłonienie się euro jako przeciwwagi dla USD[13].

Podstawowa zaleta tej techniki dostarczania płynności wyraża się w tym, że kraj nie ponosi kosztów akumulacji rezerw walutowych, mając zapewniony wystarczający dostęp do waluty zagranicznej. Jednak ewidentne wady tego instrumentu ograniczają jego substytucyjność względem jednostronnego dążenia do zabezpieczania się przed brakiem płynności. Podstawowe słabości tego instrumentu to generowanie *moral hazard* oraz selektywność. Obawy o generowanie *moral hazard* wśród krajów zgłaszających popyt na płynność walutową powodują, że kraj dostarczający płynność będzie starał się ograniczyć czas trwania instrumentu oraz stosować limity dostarczanych środków. Ponadto ryzyko kredytowe jest przeniesione na bank centralny, będący odbiorcą płynności, który sam decyduje, które instytucje finansowe zostaną wsparte. Wybór kraju, któremu zostanie dostarczona płynność w ramach linii swapowej, jest całkowicie swobodny dla kraju dostawcy. Ryzyko niewypłacalności *(sovereign risk)* kraju odbiorcy płynności naturalnie sprawia, że kraj dostawca płynności dokonuje selekcji krajów odbiorców. Oczywiście, naciski polityczne zawsze mogą przeważyć nad czynnikami ekonomicznymi w wyborze krajów, którym zostaną uruchomione linie swapowe.

Inną techniką bilateralną jest dostarczenie drugiemu krajowi płynności dewizowej z własnych rezerw walutowych. Kwestia ta jest dość drażliwa politycznie, negatywna reakcja krajów realizujących agresywną strategię akumulacji rezerw walutowych (Chiny i inne azjatyckie kraje emerging markets) na propozycje wykorzystywania tych zasobów do celów *international liquidity assistance*

[13] W. Allen, R. Messner, *Options for meeting the demand for international liquidity during financial crisis*, „BIS Quarterly Review", September 2010.

pokazuje najdobitniej, że nie można w tym instrumencie upatrywać zasadniczego rozwiązywania problemów zaburzeń płynności.

Jeszcze inną możliwością bilateralnego dystrybuowania płynności międzynarodowej jest zawieranie transakcji repo. W swojej najprostszej formie transakcje te wykorzystują skarbowe papiery wartościowe dostawcy płynności utrzymywane w rezerwach walutowych banku centralnego, będącego odbiorcą płynności. Podczas gdy technika ta pozwala bankom centralnym na mobilizowanie oficjalnej płynności pochodzącej z rezerw walutowych, słabą stroną takich operacji jest wypychanie prywatnego rynku repo. Technika ta nie redukuje także bodźca do akumulacji rezerw walutowych.

Alternatywę stanowią także porozumienia o ponadnarodowym zabezpieczeniu (*cross border collateral arrangements*), w ramach których banki centralne decydują się dostarczyć płynność zagranicznym instytucjom finansowym w obszarze ich jurysdykcji, stosując aktywa zabezpieczające utrzymywane przez zagraniczne banki centralne uczestniczące w porozumieniu. Porozumienia takie mogą stanowić efektywne narzędzie moderowania zmienności międzynarodowych przepływów kapitałowych między krajami poprzez obniżanie niedopasowania walutowego w instytucjach finansowych. Jednakże, porozumienia takie wystawiają krajowy bank centralny na ryzyko kredytowe i prawne, które powinno być umiejscowione w zagranicznym banku centralnym, jako kluczowym dostawcy płynności dla danej instytucji finansowej, regulatorze rynku, lepiej zatem umiejscowionym dla określania wiarygodności i potrzeb płynnościowych otrzymującej wsparcie instytucji finansowej. Wykorzystywanie *cross-border collateral arrangemets* jako techniki dostarczania płynności dewizowej było stosowane przez banki centralne Szwecji, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i USA w okresie przedkryzysowym w ramach operacji standardowych oraz wyjątkowych.

3. Techniki jednostronne. Jeśli porozumienia międzynarodowe (multilateralne lub bilateralne) nie są wystarczające lub kraje nie mają pewności co do możliwości polegania na nich, będą dążyły do samodzielnego ubezpieczania się (*self-insurance*) w drodze akumulacji rezerw walutowych. Zaletą *self-insurance* jest pewność dla kraju, że będzie miał dostęp do płynności walutowej, co dodatkowo nie będzie wymagało międzynarodowej koordynacji. Podstawowa wada to koszty utrzymywania rezerw. Wśród nich należy wymienić koszt inflacyjny, związany ze wzrostem bazy monetarnej, oraz fiskalny, wynikający z rosnących wraz z upływem czasu kosztów sterylizacji. D. Domański i inni[14] podkreślają, że wykorzystanie rezerw walutowych jako formy płynności podlega kosztom konwersji (*conversion costs*). Wyodrębniają trzy koszty konwersji:

– koszt na poziomie danego kraju posiadającego rezerwy. Wynika on z faktu, że tylko część rezerw jest utrzymywanych w formie depozytów, zasadnicza

[14] D. Domanski i in., *Assessing global…*

większość w postaci papierów wartościowych. Możliwość ich upłynnienia zależy od warunków panujących na rynku. Koszt konwersji oznacza w tym przypadku trudność upłynnienia w sytuacji globalnego szoku płynnościowego;

– sprzedaż rezerw może powodować także wzrost premii od ryzyka kraju na rynkach finansowych oraz ciśnienie deprecjacyjne na walutę krajową. Obawa, że tylko część rezerw może być wykorzystana bez generowania niekorzystnego efektu zaufania (*adverse confidence effect*) stanowi istotny argument na rzecz wzmacniania alternatywnych rozwiązań dostarczania płynności;

– koszt na poziomie międzynarodowych rynków finansowych. Wynika on z faktu, że mobilizacja rezerw może niekorzystnie wpływać na płynność na poziomie globalnym. Na przykład wykorzystanie rezerw ulokowanych w formie depozytów w systemie bankowym obniża możliwości finansowania przez banki komercyjne.

Należy także zwrócić uwagę na jednoznacznie negatywną ocenę w literaturze konsekwencji akumulacji rezerw walutowych dla gospodarki światowej jako całości. Koszty, jakie niesie ze sobą jednostronne ubezpieczanie się od ryzyka płynnościowego, powodują, że w architekturze współczesnego międzynarodowego systemu walutowego postuluje się forsowanie rozwiązań multilateralnych i bilateralnych.

2.1. Podaż płynności międzynarodowej a globalna dynamika rezerw

Zdaniem M. Redrado i innych, zjawisko akumulacji rezerw należy rozpatrywać z dwóch komplementarnych perspektyw – strukturalnej i makroekonomicznej. Perspektywa makroekonomiczna opiera się na przekonaniu, że popyt na rezerwy jest indywidualną sprawą każdego kraju, uzależnioną od konkretnych determinant krajowych. Perspektywa strukturalna opiera się na podaży globalnej płynności i interpretuje zjawisko akumulacji rezerw w kontekście funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego[15]. Podstawowy problem, dotyczący podaży płynności międzynarodowej, sprowadza się do znalezienia rozwiązania, jak kreować i dostarczać płynność międzynarodową zgodnie z wymogami wzrostu gospodarczego, bez generowania głębokich nierównowag w systemie.

Rola rezerw walutowych w podaży płynności zmieniała się istotnie na przestrzeni ostatnich 100 lat, wraz z ewolucją międzynarodowego systemu walutowego. W systemie waluty złotej (*goldstandard*) rezerwy walutowe odgrywały wiodącą rolę w systemie pieniężnym każdego kraju, stanowiąc gwarancję pokrycia emisji waluty krajowej. Rzadkość surowca oraz tendencja krajów

[15] M. Redrado i in., *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence*, Banco Central de la Republica Argentina, Working Paper, no. 14/2006.

nadwyżkowych do akumulowania go kosztem krajów deficytowych doprowadziły do konieczności porzucenia reguł systemu.

W okresie systemu walutowego z Bretton Woods, w globalnym kontekście kontroli kursów walutowych i przepływów kapitału, rola rezerw polegała na umożliwieniu uniknięcia gwałtownego dostosowania w sytuacji wystąpienia szoków zewnętrznych. W systemie z Bretton Woods globalną płynność stanowiła suma bazy monetarnej USA i rezerw dolarowych utrzymywanych przez zagraniczne banki centralne. Ograniczenie wzrostu bazy monetarnej USA redukowało nie tylko płynność USA, lecz także globalną, gdyż oznaczało, że spadało tempo akumulacji rezerw w zagranicznych bankach centralnych. Warunkiem, aby baza monetarna i płynność reszty świata poruszała się zgodnie z poziomem akumulacji rezerw, jest system stałych kursów walutowych.

Wraz z wyłonieniem się systemu wielodewizowego (1971), teoretycznie rola rezerw powinna ulec marginalizacji, wobec zdolności kursu walutowego do izolowania krajów od wpływu szoków zewnętrznych na cykle gospodarcze. Paradoksalnie, poziom rezerw zaczął rosnąć, ulegając intensyfikacji od lat 90.

Analizę dynamiki rezerw w kontekście mechanizmów kształtowania podaży płynności międzynarodowej M. Redrado i innych przeprowadza w podziale na trzy etapy, odpowiadające strukturalnym uwarunkowaniom globalnego systemu walutowego:

1 etap – system z Bretton Woods (1948–1970).

W jego ramach podaż płynności międzynarodowej była uznawana za wystarczającą, jeśli zapewniała krajom odczuwającym deficyty płatnicze możliwość ich sfinansowania bez konieczności wdrażania polityk dostosowawczych (*expenditure-switching* oraz *expenditure-reducing policies*). Zobowiązania krajów do utrzymywania stałych nominalnych kursów walut powodowały obowiązek interwencji (w USD) na krajowych rynkach walutowych. Poprzez funkcję waluty interwencyjnej USD stał się głównym źródłem płynności międzynarodowej i głównym aktywem rezerwowym w międzynarodowym systemie walutowym. „Innowacyjność" systemu z Bretton Woods w stosunku do systemu goldstandardu polegała na tym, że (po raz pierwszy w historii gospodarczej świata) podaż płynności międzynarodowej nie była determinowana czynnikami egzogenicznymi (jak np. dostępność kruszca), lecz wynikała z sytuacji w bilansie płatniczym USA. W rzeczywistości, rozwiązanie to opierało się na teoretycznej koncepcji R. Triffina, reprezentującej „podażową stronę" wizji płynności międzynarodowej[16]. Wobec narastających deficytów płatniczych USA powstał

[16] Alternatywną koncepcję płynności międzynarodowej prezentowali Johnson (1964), Kindleberger (1965) oraz McKinnon (1969). Wg tej koncepcji, deficyt płatniczy USA powinien być wynikiem, a nie determinantą, określanym przez skłonność do akumulacji rezerw przez resztę świata. Wysiłek USA, aby zredukować deficyt płatniczy, byłby niwelowany przez politykę dostosowawczą realizowaną w pozostałych krajach chcących utrzymać zamierzone tempo akumulacji, tzw. *target accumulation rate* (Williamson 1973).

problem dynamicznej niespójności systemu globalnego. Powstały dwa możliwe scenariusze rozwiązania dylematu:

a) eliminacja deficytów, co oznaczałoby ograniczenie kreacji płynności międzynarodowej do nowej podaży złota netto;

b) kontynuowanie deficytów, co oznaczałoby stopniowe pogarszanie udziału złota w globalnej płynności, rodząc problem zaufania do wiarygodności systemu.

Stopień pokrycia rezerw dolarowych zasobami złota systematycznie spadał, średnio rocznie w okresie 1949–1965 o 12,6% (z maksymalnego poziomu 7,14 w 1949 r. do 0,95 w 1965 r.). Kiedy wymienialne aktywa dolarowe w portfelach zagranicznych banków centralnych przekroczyły całkowitą wartość zasobów złota wycenianych na 35$ za uncję trojańską złota, wymienialność według oficjalnych parytetów stała się zależna od chęci każdego z kraju do utrzymywania niezmienionej kompozycji rezerw. Z wyjątkiem Wielkiej Brytanii (która w latach 60. utraciła rezerwy złota) taka teoretyczna możliwość okazała się niemożliwa do praktycznego zrealizowania.

2 etap – system kursów zmiennych (1974–1998).

W okresie tym nastąpił duży wzrost akumulacji rezerw walutowych, mimo zwiększanej elastyczności reżimów kursowych. Okres ten charakteryzował się wzrastającą rolą USD jako waluty rezerwowej.

Powstało wiele teorii próbujących wyjaśnić paradoks wzrostu popytu na rezerwy przy zwiększanej elastyczności kursowej. Jako pierwszy próbował zjawisko to wyjaśnić J. Frenkel[17] w 1983 r. Według niego, stabilność popytu na rezerwy w okresie Bretton Woods (a nawet do lat 80.) należy wiązać nie z faktem, że stosowany wówczas reżim kursowy nie był w istocie sztywnym kursem walutowym (*exchange rate pegs*), lecz kursem stałym dostosowywanym okresowo (*adjustable parity*). Z drugiej strony, reżimy kursowe w ramach nowego systemu wielodewizowego trudno nazwać czystym floatingiem (*pure floating*), są to raczej reżimy płynne zarządzane (*managed floating*). Zatem, od strony reżimu kursowego nie nastąpiła diametralna zmiana, popytu na rezerwy nie można tłumaczyć więc zmianą reżimów kursowych. Współczesną teorią wyjaśniającą brak korelacji między popytem na rezerwy a deklarowanym reżimem kursowym w odniesieniu do krajów *emerging markets*, nawiązującą ewidentnie do teorii J. Frenkela, jest tzw. hipoteza lęku przed pływaniem *(fear of floating)* G. Calvo i inni, według której kraje deklarujące (*de jure*) stosowanie reżimu płynnego interweniują (*de facto*) regularnie na rynkach walutowych w celu stabilizowania kursu[18]. Szczególnie kraje wykazujące duży stopień

[17] J. Frenkel, *International liquidity and monetary control*, [w:] von Furstenberg (ed.), *International money and credit: the policy roles*, IMF, 1983.

[18] G. Calvo, C. Reinhart, *Fear of floating*, „Quarterly Journal of Economics", May 2002, vol. 117.

dolaryzacji pasywów, w celu zmniejszenia zmienności kursu walutowego, wykorzystują rezerwy walutowe, nawet wobec braku poważnych szoków zewnętrznych.

Z kolei A. Grimes buduje prosty model, mający na celu wykazanie, jakie warunki musiałyby zaistnieć, aby poziom rezerw utrzymywanych w ramach reżimu stałego i płynnego był taki sam. Autor opiera się na założeniu, że nawet jeśli bank centralny stosuje czysty reżim płynny, istnieje prawdopodobieństwo > 0 powrotu do reżimu stałego w przyszłości. Gdyby towarzyszyła temu niepewność odnośnie do możliwości dostępu do zewnętrznego źródła finansowania, przyszła interwencja byłaby możliwa tylko poprzez obecne akumulowanie rezerw. Gdyby koszt alternatywny utrzymywania rezerw nie był istotny lub gdyby bank centralny miał wysoki poziom awersji do ryzyka, poziom utrzymywanych rezerw w warunkach reżimu stałego i płynnego byłby identyczny[19].

Wspólną myślą prezentowanych teoretycznych podejściach jest to, że nie należy uznawać za paradoksalny identycznego popytu na rezerwy w alternatywnych reżimach kursowych.

3 etap – system światowych nierównowag globalnych (1998–....[20]).

Coraz większą wagę przywiązuje się do roli zmiennych przepływów kapitału (obok zmiennych kursów walutowych) jako czynnika strukturalnego generującego niestabilność w msw. Tempo akumulacji rezerw wyraźnie ulega przyspieszeniu, szczególnie w krajach *emerging markets*, w 2004 r. zasób rezerw będących w posiadaniu tych krajów przekracza zasób rezerw krajów rozwiniętych. Kryzysogenność gospodarki światowej wraz z niepewnością co do dostępu do płynności międzynarodowej powodują, że akumulacja rezerw staje się fenomenem związanym z pośrednim etapem rozwoju gospodarki.

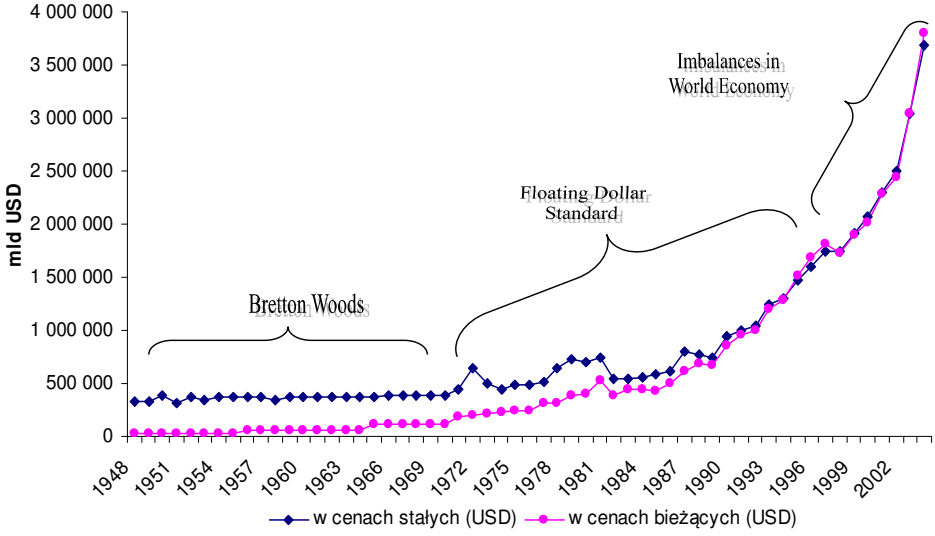
Specyfika współczesnego międzynarodowego systemu walutowego powoduje, że podaż rezerw walutowych jest zasadniczo determinowana popytem na nie. Większość krajów może wykorzystać dostęp do międzynarodowych rynków finansowych, aby podnieść poziom rezerw, co jest wykorzystywane także jako argument przeciwko konieczności dokonywania kolejnych alokacji SDR-ów[21]. Co istotne, pożyczanie na rynku finansowym środków dla uzupełnienia poziomu rezerw może się odbywać obecnie po niskim koszcie. Scenariusz dostosowawczy nierównowag globalnych będzie miał decydujący wpływ na trzy strategiczne decyzje dotyczących rezerw jako komponentu płynności międzynarodowej: jak wysoki poziom powinny mieć akumulowane rezerwy, jaka powinna być ich struktura walutowa i tempo akumulacji.

---

[19] A. Grimes, *International reserve under floating exchange rates: two paradoxes explained*, „The Economic Record" 1993, vol. 69.

[20] Jest to etap nadal trwający, mimo okresowych korekt nierównowag globalnych.

[21] J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation. Objective or by-product?*, ECB Occasional Paper Series, no. 73/November 2007.



Wykres 17. Światowy całkowity zasób rezerw walutowych, 1948–2004, w USD (w cenach stałych i bieżących)

Źródło: M. Redrado i in., *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence*, Banco Central de la Republica Argentyna, Working Paper, no. 14/2006.

Dane w cenach stałych USD zostały skonstruowane poprzez deflowanie indeksem amerykańskich cen eksportowych. Miara ta pozwala zobrazować siłę nabywczą rezerw walutowych wobec towarów podlegających wymianie międzynarodowej, produkowanych przez kraj emitujący walutę stanowiącą jednocześnie walutę transakcyjną. Tabela 22 prezentuje stopę wzrostu rezerw walutowych dla powyższych trzech etapów i miarę ich zmienności (współczynnik zmienności).

Tabela 22. Wzrost rezerw (w średnich rocznych) i ich zmienność

Okres	W cenach bieżących USD		W cenach stałych USD	
	średni wzrost	współczynnik zmienności	średni wzrost	współczynnik zmienności
1948–1970	3,09	1,31	1,75	2,54
1973–1998	9,47	0,93	5,02	1,82
1998–2004	13,47	0,57	12,74	0,48

Źródło: M. Redrado i in., *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence*, Banco Central de la Republica Argentina, Working Paper, no. 14/2006.

Analiza tabeli 22 wskazuje, że wraz z wchodzeniem w kolejny etap ewolucji msw następowało przyspieszenie wzrostu rezerw, jednocześnie zmienność przyrostów malała. Powstaje pytanie, czy dynamiczny wzrost tempa akumulacji w ostatnich latach jest zjawiskiem przypadkowym, czy też rezultatem celowej polityki krajowej.

2.2. Płynność międzynarodowa a zaufanie rynków. Paradoks Triffina

R. Triffin w latach 60. sformułował słynną hipotezę sprzeczności między wymogami płynności międzynarodowej a międzynarodowym zaufaniem. Z jednej strony, banki centralne były skłonne akceptować trwałe deficyty CA w USA, aby uniknąć ryzyka deflacji, z drugiej strony deficyty te tworzyły problem zaufania.

Jak zwraca uwagę M. Ivanova, potoczna interpretacja paradoksu Triffina jest nieco oddalona od jej oryginalnej wersji. W przyjętej interpretacji akcentuje się „problem zaufania" (*confidence problem*), wynikający z faktu, że wraz z rozwojem gospodarki światowej wzrastał popyt na płynność, co wymagało zwiększenia podaży aktywów dolarowych mogących tę płynność zapewniać. Wraz ze wzrostem podaży aktywów dolarowych utrzymywanych przez banki centralne nie nadążała podaż rezerw złota, przez co obniżała się wiarygodność systemu i zaufanie uczestników co do wymienialności dolara i przyjętego kursu parytetowego. Zdaniem M. Ivanovej, centralnym punktem myśli R. Triffina jest destabilizujący charakter waluty narodowej w międzynarodowym zastosowaniu. Wmontowany destabilizujący charakter waluty narodowej (*built-in destabilizer*) wynika z faktu uprzywilejowanej zdolności pożyczkowej kraju dłużniczego (*unrequited lending*), która tworzy i pogłębia nierównowagi płatnicze[22]. Swoboda wyboru waluty rezerwowej tworzy naturalną tendencję do koncentrowania zasobu rezerw w „najbezpieczniejszych aktywach", a więc w aktywach denominowanych w walutach kluczowych krajów wierzycielskich. Jednakże, akumulując rezerwy w tych walutach, ich posiadacze zwiększają zakres *unrequited loans* krajów wierzycielskich, zwiększają zatem naturalną twardość ich walut[23].

Mimo, że paradoks Triffina dotyczył funkcjonowania systemu z Bretton Woods, we współczesnym „non-systemie" jest równie często przywoływany. Polega on na braku mechanizmów zachęcających (lub wymuszających) kraje do zmiany zakresu absorpcji gospodarczej i kursów walutowych w celu zredukowania nierównowag w kontrolowany sposób. Dodatkowo, międzynarodowe mechanizmy koordynacji polityk gospodarczych są słabsze niż w przeszłości,

[22] M. Ivanova, *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, „International Journal of Political Economy" 2010, vol. 39, no. 1.

[23] R. Triffin, *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, New Haven 1960.

zaś skłonność krajów do ich wypracowywania – mniejsza[24]. Współczesny wymiar paradoksu Triffina polega na potrzebie kreowania deficytu płatniczego w USA dla zapewnienia płynności podtrzymującej wzrost gospodarki światowej. Istotnym pytaniem jest, czy współczesna wersja paradoksu wyniknęła z polityki akumulacji rezerw walutowych w krajach *emerging markets* i jej konsekwencji.

Po pierwsze, rezerwy te umożliwiają USA prowadzenie niezrównoważonej polityki fiskalnej, jednakże występuje potencjalna rozbieżność między ilością papierów skarbowych, jakie rząd amerykański może bezpiecznie emitować, a globalnym popytem na bezpieczne, denominowane w USD aktywa[25].

Po drugie, jak zauważa E. Fahri i inni, obniżająca się (w stosunku do relatywnego rozmiaru gospodarki amerykańskiej) zdolność fiskalna USA (*fiscal capacity*) stopniowo podkopuje zdolność rządu amerykańskiego do pokrywania dostarczanej przez Rezerwę Federalną płynności w czasach napięć na rynkach finansowych, co obniży atrakcyjność USD jako kluczowej waluty międzynarodowej[26]. W obu interpretacjach, kluczowym problemem jest narastająca dysproporcja między globalną i finansową rolą USD a relatywnym rozmiarem gospodarki amerykańskiej.

3. Popyt na rezerwy walutowe – ewolucja koncepcji teoretycznych

3.1. Kierunki ewolucji teorii popytu na rezerwy

Pierwsze teoretyczne rozważania dotyczące popytu na rezerwy rozwijały się (do końca lat 30. XX w.) w ramach ilościowej teorii pieniądza. Zgodnie z tą teorią, przyjmując założenie, że: a) popyt na rezerwy (wówczas złoto) jest proporcjonalny do ilości pieniądza oraz b) popyt na pieniądz jest proporcjonalny do popytu na transakcje, wówczas rezerwy złota stanowią stałą część całkowitej wartości transakcji. Stąd wynika wniosek, że popyt na rezerwy wzrasta proporcjonalnie do produkcji i handlu[27].

Zainteresowanie naukowe problemem rezerw międzynarodowych wzrosło w okresie funkcjonowania systemu walutowego z Bretton Woods, kiedy pojawiły się problemy dostosowań zewnętrznych.

---

[24] 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 and the US debt problem*, Fondad the Hague 2006.

[25] I. Angeloni i in., *Global currencies…*

[26] E. Fahri i in., *Reforming the International Monetary System*, Policy Paper, March 2011.

[27] J. Olivera, *A note on the optimal rate of growth of international reserves*, „The Journal of Political Economy" 1969, vol. 77.

Ewolucja poglądów na popyt na rezerwy jest związana z ewolucją poglądów na temat celów (motywów) utrzymywania rezerw, co jest z kolei wynikiem ewolucji msw oraz mechanizmów dostosowawczych.

Podstawowym celem utrzymywania rezerw walutowych jest możliwość zwiększania podaży walut w sytuacji wystąpienia nierównowagi na rynku walutowym. W ujęciu tradycyjnym rozumiane jest to jako konieczność finansowania deficytów w bilansie płatniczym. Pierwsze badania teoretyczne dotyczące popytu na rezerwy sugerowały, że jest on głównie wynikiem potrzeby wygładzania nierównowag handlowych[28]. Jeśli zatem rezerwy miały uchronić przed dostosowaniami makroekonomicznymi[29], wówczas ustanowienie ich na poziomie zapewniającym ochronę przed szokami płatniczymi powinno stanowić cel rozważnej polityki gospodarczej. Zgodnie z takim założeniem popyt na rezerwy powinien wzrastać proporcjonalnie do wzrostu transakcji zagranicznych, a więc wniosek dotyczący popytu na rezerwy jest tu podobny do wniosku płynącego z ilościowej teorii pieniądza (transakcyjny popyt na rezerwy), choć popyt ten wynika z innej przyczyny[30].

W latach 60. próbowano wzbogacać teorię popytu na rezerwy o perspektywę makroekonomiczną i mikroekonomiczną. Perspektywa makroekonomiczna wprowadziła monetarną teorię bilansu płatniczego do teorii międzynarodowej płynności. Podejście to, zwane „globalnym monetaryzmem" lub też „globalną teorią ilościową", zakłada, że zmiana stanu rezerw odpowiada zmianie popytu na pieniądz krajowy pomniejszonego o zmianę w podaży krajowego pieniądza[31]. Perspektywa mikroekonomiczna próbowała zmierzyć się z problemem optymalnego poziomu rezerw poprzez bilansowanie kosztów i korzyści akumulacji rezerw (*cost-benefit approach*), wprowadzając kategorię kosztu alternatywnego rezerw[32].

Na zmianę postrzegania celów utrzymywania rezerw wpłynęło coraz powszechniejsze stosowanie *floatingów* w polityce kursowej krajów oraz procesy integracji i globalizacji rynków finansowych. Ukazały one, jak ważna jest rola rezerw jako czynnika współtworzącego zaufanie do pozycji finansowej kraju. Zaufanie to zapobiega gwałtownym odpływom kapitału w sytuacjach obniżenia

---

[28] Np. J. Frenkel, *The demand for international reserves by developed and less-developed countries*, „Economica" 1974, no. 41; idem, *International reserves under pegged exchange rates and managed float: corrections and extensions*, „Journal of Monetary Economics" 1980, no. 6; M. Kelly, *The demand for international reserves*, „American Economic Review" 1970, no. 60.

[29] Zarówno w sytuacji nagłych wydarzeń (jak np. szoki *terms of trade*), jak i w sytuacji systematycznych niedostosowań w dochodzie i odpływów środków z bilansu płatniczego (np. z powodu braku zsynchronizowania w przepływach płatności eksportowych i importowych).

[30] Za: M. Redrado i in., *The economic policy*…

[31] M. Bahmani-Oskooee, F. Brown, *Demand for international reserves: a review article*, „Applied Economics" 2002, vol. 34 (10).

[32] H. Heller, *Optimal international reserves*, „Economic Journal" 1966, vol. 76.

skłonności do inwestowania w walucie krajowej. Poziom rezerw jest tu składową oceny ryzyka danego kraju. Rezerwy walutowe, zapewniając wypłacalność, zmniejszają ryzyko kraju, co powoduje obniżenie premii za ryzyko inwestowania w aktywa krajowe oraz przyczyniają się do uzyskania korzystnego ratingu[33]. Obniża to koszty zadłużenia zagranicznego kraju[34].

Rola i funkcje rezerw walutowych uległy ewolucji wraz z rozwojem globalnych rynków kapitałowych i ułatwieniem dostępu do nich. Analiza popytu na rezerwy, dotychczas prowadzona bez podziału na kraje rozwinięte i rozwijające się, koncentruje się obecnie na krajach *emerging markets*, w przypadku których ryzyko związane ze zmiennością przepływów kapitałowych, możliwością zaistnienia zjawiska *sudden stop*[35] oraz efektu zarażania (*contagion effect*) generuje dużą niepewność. Jednocześnie utrudnia jednoznaczną ocenę stosowanych strategii akumulacyjnych.

3.2. Popyt na rezerwy jako czynnik stabilizujący krajowy system finansowy

Jeden z nurtów rozważań teoretycznych na temat popytu na rezerwy walutowe koncentruje się na uznaniu ich znaczenia dla zarządzania krajową niestabilnością finansową w warunkach wzrastającej globalizacji finansowej. Zgodnie z tym podejściem, rezerwy walutowe chronią krajowy sektor bankowy, szerzej – krajowe rynki kredytowe poprzez ograniczanie zewnętrznej deprecjacji waluty. Podejście to opiera się na założeniu, że potrzeba ochrony krajowego sektora bankowego wzrasta wraz z ze wzrostem ryzyk w coraz bardziej otwartej finansowo gospodarce, gdzie obok zjawiska niedopasowania walutowego (*currency mismatches*) kombinacja zjawiska *internal drain* (ucieczki od depozytów bankowych do waluty) oraz zjawiska *external drain* (ucieczki do zagranicznej waluty lub banków) może generować zwiększony popyt na aktywa zagraniczne banku centralnego. Popyt taki kierowany jest więc złożonym źródłem ryzyk, łącznie nazywanych ryzykiem *double drain* uruchamiających procesy prowadzące do deprecjacji waluty krajowej. Szczególnie dla kraju *emerging market*, który ma płytkie krajowe rynki obligacji oraz na dużą skalę doświadcza finansowania ze źródeł państwowych (co może rodzić obawy o niewypłacalność sektora publicznego), może nie być alternatywy dla sprzedaży rezerw walutowych w celu wpływania w krótkim okresie na poziom kursu walutowego.

---

[33] Wpływ korzystnego ratingu na decyzje inwestorów nazywa się „efektem demonstracji" akumulacji rezerw („*demonstration effect of accumulation policy*").

[34] *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Materiały i Studia NBP, nr 170/2003.

[35] Termin „*sudden stop*" dla określenia ryzyka nagłego przerwania zewnętrznego finansowania (*interruption of external financing*) wprowadził G. Calvo w: *Capital flows and capital-market crisis: the simple economics of sudden stops*, „Journal of Applied Economics" 1998, vol. 1.

Polemika na temat źródła odpływu kapitału (*internal drain versus external drain versus double drain*)[36], generującego popyt na rezerwy, która uległa ożywieniu w połowie lat 90. wraz z bezprecedensową skalą akumulacji rezerw walutowych, jest w istocie powrotem do wcześniejszych (nawet XIX-wiecznych rozważań teoretycznych).

W koncepcji *external drain* rezerwy są utrzymywane, aby zapewnić płynność na wypadek okresowego spadku w eksporcie towarów lub napływie kapitału, a więc aby uniknąć gwałtownych zmian w kursie walutowym, inwestycjach i konsumpcji. W ujęciu tradycyjnym, popyt na rezerwy był funkcją deficytu handlowego w bilansie płatniczym. Rezerwy walutowe odgrywały funkcję wyrównawczą w procesie dostosowawczym zbiorowych kursów stałych z Bretton Woods (*trade-based Bretton Woods view of reserves*)[37]. Wyrazem takiego rozumienia czynnika determinującego popyt na rezerwy było wprowadzenie miary optymalnego poziomu rezerw opartej na wolumenie importu.

Wraz z nową falą przepływów kapitałowych, które nasiliły się z początkiem lat 90., zmienił się pogląd na rolę rezerw międzynarodowych w finansowo zglobalizowanej gospodarce światowej. Nowe spojrzenie opierało się na spostrzeżeniu, że kryzysy walutowe pochodzące ze strony rachunku finansowego bilansu płatniczego mogą doprowadzić do wysuszenia rezerw (*reserve drain*). Wyrazem takiego spojrzenia było skonstruowanie w 1999 r. miary optymalnego poziomu rezerw opartej na krótkoterminowym zadłużeniu kraju, znanej jako *Guidotti-Greeenspan rule* (miara Guidottiego-Greenspana). Zgodnie z tą miarą kraj *emerging market* ma wystarczający poziom rezerw, jeśli jest w stanie obsłużyć całkowite zadłużenie krótkoterminowe bez uciekania się do kredytu zagranicznego. Jak pisze M. Obstfeld i inni, takie spojrzenie na optymalny poziom rezerw walutowych opiera się na potraktowaniu gospodarki kraju jako banku, gdzie uwarunkowania monetarne (w przeciwieństwie do kredytowych) są nieistotne[38].

Należy zwrócić uwagę, że konstrukcja (*rule of thumb*) Guidottiego-Greenspana, koncentrująca się wyłącznie na niebezpieczeństwie *external drain*, pomijająca potencjalną rolę decyzji finansowych rezydentów krajowych, była w literaturze ekonomicznej zaprezentowana znacznie wcześniej, przez J. Keynesa. W swoim *Traktacie na temat pieniądza* (1930) analizował on optymalny poziom wolnych rezerw złota. Wychodząc z założenia, że źródłem niestabilności może być wyłącznie *external drain*, czyli zewnętrzne „wysysanie" płynności walutowej, zalecał wyższy poziom rezerw krajom o mniej zdywersyfikowanym handlu,

[36] Które w literaturze nazywane są łącznie jako zjawisko *capital flight.*

[37] Określenie za: M. Obstfeld i in., *Financial stability, the trillema, and international reserves*, NBER Working Paper Series, no. 14 217, 2008, s. 4.

[38] *Ibidem.*

krajom, których eksport jest silnie uzależniony od wahań cen, krajom, których sektor finansowy i bankowy jest silnie włączony w obrót międzynarodowy[39].

Wyrazem uznania roli ryzyka *sudden stop* i *capital flight* dla generowania niestabilności finansowej kraju było rozpowszechnienie się tzw. przezornościowego popytu na rezerwy walutowe (*precautionary demand for reserves*). Zgodnie z nim, kraje akumulują rezerwy, aby sfinansować deficyt handlowy lub – w bardziej współczesnym ujęciu – aby uniknąć spadku produkcji i inwestycji w następstwie odpływu kapitału finansowego (*reserves as output stabilizer*)[40].

Alternatywna koncepcja popytu na rezerwy opiera się na uznaniu ryzyka *double drain*, a więc równoległego oddziaływania *external drain*, jak i *internal drain.* Koncepcja *double drain* opiera się na założeniu, że istnieje współzależność między stabilnością krajowego systemu finansowego a stabilnością walutową. Rezerwy walutowe muszą służyć stabilizowaniu krajowych rynków finansowych równolegle ze wspieraniem zewnętrznej wartości waluty. *Capital flight* uruchamiany przez wycofywanie depozytów z systemu bankowego i transferowanie ich w waluty zagraniczne jest, zdaniem M. Obstfelda i innych, równie – jeśli nie bardziej – istotnym czynnikiem kryzysogennym jak *sudden stop*.

Czynnik deficytu handlowego i krótkoterminowego długu jako uzasadnienie popytu na rezerwy opierał się na uznaniu, że negatywny szok w bilansie płatniczym (odpływ kapitału) odpowiada sytuacji, kiedy eksport krajowych aktywów dla obcokrajowców nagle zostaje wstrzymany (kraj doświadcza *sudden stop*). Rozumowanie oparte na źródle popytu generowanego przez *double drain* zakłada, że podobne szoki mogą powstać, kiedy import zagranicznych aktywów przez krajowe podmioty nagle się rozpoczyna (*sudden start*)[41].

Zdaniem M. Obstfelda i innych, właśnie ryzyko *double drain*, polegające na odpływie kapitału na skutek wycofywania krajowych depozytów i ich zamianie na waluty obce wyczerpuje rezerwy walutowe i może być niebezpiecznym scenariuszem, zwłaszcza dla krajów *emerging markets*. Takie przepływy kapitału są bardziej niebezpieczne niż te pochodzące „z zewnątrz" – uruchamiane poprzez *sudden stop* poprzez kanał deficytu handlowego lub kapitałowego. Potęguje to fakt, że łatwiej jest ograniczyć podatność kraju na *external drain* (np., jak proponuje D. Rodrik, poprzez opodatkowanie krótkoterminowych napływów kapitału[42]), aniżeli ograniczyć podatność krajowego systemu bankowego na *internal drain* (co jest znacznie bardziej skomplikowane i czasochłonne).

---

[39] *Ibidem*.

[40] Przezornościowy popyt na rezerwy jako pierwszy opisał opisał Ben-Bassat i Gottlieb w 1992 r. Za: J. Aizenman, J. Lee, *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserve hoarding*, IMF Working Paper/06/280.

[41] Za: M. Obstfeld i in., *Financial stability…*

[42] D. Rodrik, *The social cost of foreign exchange reserves*, „International Economic Journal" 2006, no. 20.

Prekursorem dostrzegania znaczenia kanału *internal drain* był H. Thorton (1802 r.), który uznał że rolą rezerw walutowych jest nie tylko zapobieganie fluktuacjom w bilansie handlowym (*external drain*). Przykładem drenażu rezerw pochodzącego ze źródła krajowego jest doświadczenie Argentyny z okresu 1994–1995, kiedy to *run* na krajowe depozyty doprowadził do gwałtownego spadku poziomu rezerw walutowych – w ciągu kilku tygodni 1/8 agregatu monetarnego M2 została wymieniona na rezerwy banku centralnego. Stabilność walutową udało się utrzymać w dużej mierze dzięki pomocy MFW, który odegrał rolę „katalizującą" w przyciąganiu świeżego dopływu kapitału prywatnego. Wydarzenia z roku 2001 już nie zakończyły się tak pomyślnie – Argentyna doświadczała stałego *double drain*, tracąc 11,5 mld USD depozytów i 10,9 mld rezerw walutowych w okresie od stycznia do listopada. Po wycofaniu się MFW z pomocy finansowej, reakcja kapitału – krajowego i zagranicznego – była natychmiastowa: w ciągu 24 godzin wycofano 1,4 mld USD z systemu bankowego, co przełożyło się na wyczerpanie 10% rezerw walutowych.

Wychodząc z założenia, że kraje są poddane ruchom kapitałów pochodzącym nie tylko od nie-rezydentów, lecz także od rezydentów, M. Obstfeld i inni[43] zaproponowali mierzenie optymalnego poziomu rezerw odpowiadającemu wskaźnikowi M2 w stosunku do PKB. Wielkość pasywów sektora bankowego, niezależnie od waluty denominowania, może stanowić miarę potencjalnego nacisku na bank centralny, który jest skoncentrowany na ograniczaniu skali deprecjacji waluty. Wskaźnik M2 odzwierciedlałby zasób krajowych pasywów finansowych, które potencjalnie mogłyby być zamienione na walutę obcą[44]. Agregat M2, obejmujący „prawie płynne" depozyty systemu bankowego, jest dobrą zmienną obrazującą potencjalną potrzebę stabilizowania kursu walutowego w drodze drenażu rezerw, wynikającą z ucieczki od depozytów zgromadzonych w walucie krajowej. W tym aspekcie koncepcja *double drain* proponuje większą użyteczność rezerw (*utility of reserves*) w stosunku do koncepcji *external drain.* Propozycja takiej konstrukcji optymalnego poziomu rezerw wynika z przekonania, że pogląd akcentujący rolę czynnika *sudden stop* – łatwo odwracalnych strumieni kapitału międzynarodowego i aplikujący podejście, opierające się na kategorii zadłużenia zagranicznego jako czynnika optymalizującego poziom rezerw, omija istotny aspekt zachowania rezydentów, który równie silnie oddziałuje na stabilność finansową i monetarną kraju.

---

[43] *Ibidem.*

[44] Niektórzy twierdzą, że wystarczającym wskaźnikiem byłyby depozyty walutowe, gdyż one bezpośrednio określają skalę popytu na rezerwy. Por. P. Lane, D. Burke, *The empirics of foreign reserves*, „Open Economics Review" 2001, no. 12.

3.3. Koncepcje behawioralne – *Mrs's Machlup's Wardrobe* i *Keeping up with the Joneses*

Kolejną grupę teorii wyjaśniających popyt na rezerwy stanowią teorie behawioralne, które zwracają uwagę na rolę czynników niefundamentalnych. Prekursorem tego podejścia był F. Machlup, który w 1966 r. rozwinął tzw. „garderobianą teorię popytu na rezerwy" (*Mrs's Machlup's Wardrobe theory of demand for reserves*), jako metafory używając nieograniczonego popytu Pani Machlup na sukienki. Analogicznie – jak rozumuje F. Machlup – ma być nieograniczony popyt władzy monetarnej na rezerwy walutowe. Jedynym czynnikiem ograniczającym popyt na garderobę Pani Machlup/władzy monetarnej na rezerwy jest zachowanie sąsiadów[45]. Czynnik rywalizacji między sąsiadami/gospodarkami uruchamia mechanizm konkurencyjnego gromadzenia rezerw (*competitive international reserve hoarding behavior*). Popyt na rezerwy wynikający z konkurowania między gospodarkami w regionie nazywany jest często potocznie *Keeping up with the Joneses*.

S. Fisher przenosi ten psychologiczny aspekt popytu na rezerwy na współczesny grunt i uzasadnia jego racjonalność na przykładzie doświadczeń krajów azjatyckich dotkniętych kryzysem w latach 90. Wykazuje on, że gospodarki o wyższym poziomie rezerw lepiej poradziły sobie z kryzysem finansowym niż kraje o niskim poziomie rezerw. Wyższy poziom rezerw w stosunku do sąsiadów może obniżyć ciśnienie spekulacyjne na własną gospodarkę i skierować je na gospodarki sąsiednie, a zatem obniżyć niebezpieczeństwo poniesienia całkowitego kosztu ataku spekulacyjnego. Innymi słowy, kryzys finansowy rozprzestrzeniający się w regionie, spośród dwóch krajów o podobnych fundamentach ekonomicznych, większego spustoszenia a prawdopodobnie dokona w kraju o niższym poziomie rezerw.

Innym motywem współczesnego *Keeping up with the Joneses* jest chęć przyciągnięcia zagranicznego kapitału i zagranicznych inwestycji bezpośrednich do krajów, które cierpią na niedostatek kapitału krajowego. Wychodząc z założenia, że rezerwy są barometrem stabilności finansowej kraju, gospodarka ma bodziec do zwiększania rezerw ponad poziom sąsiednich gospodarek, traktując akumulację rezerw jako szanse na przyspieszenie tempa wzrostu kraju poprzez przyciągnięcie międzynarodowych zasobów kapitałowych. Dla krajów rozwijających się wpływ rezerw na potencjalny wzrost gospodarczy (*output effect of reserves*) wynika także z możliwości obniżenia kosztów pożyczania na między-

[45] F. Machlup analizując popyt Pani Machlup na sukienki, pisze że „zależy on od popytu sąsiadów, z którymi utrzymuje relacje („the demand depends on the Joneses with whom she wishes to keep up"). Za: Y. Cheung, X. Qian, *Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's wardrobe and the Joneses*, „Review of International Economics" 2009, no. 17.

narodowych rynkach kapitałowych (*borrowing cost*). Czynniki te mogą, zdaniem S. Fischera, zachęcać kraje rozwijające się do konkurowania między sobą o jak najwyższy poziom zakumulowanych rezerw[46].

4. Współczesne motywy akumulowania rezerw walutowych

We współczesnej analizie zjawiska akumulacji rezerw wyodrębnia się zasadniczo dwa motywy: przezornościowy (ubezpieczeniowy) oraz interwencyjny (merkantylistyczny). Oba motywy w przypadku krajów *emerging markets* tłumaczyć należy chęcią uniknięcia zmienności kursów walutowych wynikających z szoków *terms of trade* oraz finansowej otwartości gospodarki.

4.1. Współczesna interpretacja motywu przezornościowego

Tradycyjny przezornościowy motyw posiadania rezerw opierał się na założeniu potencjalnego ryzyka kryzysu generowanego z rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Od lat 90. punkt ciężkości w ocenie źródła zewnętrznego ryzyka przeniósł się na rachunek kapitałowy; celem współczesnego motywu przezornościowego ma być stabilizowanie produkcji na wypadek wystąpienia szoku zewnętrznego *sudden stop.*

Mimo, że rola rezerw jako buforu wygładzającego szoki bilansu płatniczego zasadniczo się nie zmieniła, na skutek globalizacji finansowej nastąpiła zwiększona zmienność przepływów kapitałowych i kursów walutowych. Można więc powiedzieć, że współcześnie rolę mechanizmu ubezpieczeniowego dla kraju odgrywają te same aktywa co w systemie z Bretton Woods (rezerwy), utrzymywane dla tych samych powodów (ubezpieczenie), wobec takiej samej natury ryzyka (zewnętrznej).

Rezerwy walutowe wpływają na finansową stronę gospodarki trzema kanałami: stanowiąc ubezpieczenie w sytuacji odpływu kapitału lub wstrzymania finansowania zewnętrznego (*self-insurance*), mechanizm prewencyjny przed kryzysami bilansu płatniczego, jak i czynnik obniżający ryzyko niewypłacalności kraju (*default risk*). We wszystkich tych sytuacjach rezerwy przyczyniają się do stabilizowania PKB kraju[47].

---

[46] S. Fisher, *On the need for an international lender of last resort*, „Essays in International Economics" 2000, no. 220.

[47] M. Redrado i in., *The economic policy…*

Szukając współczesnych motywów przezornościowego popytu na rezerwy, wykracza się poza uwarunkowania danej gospodarki i próbuje się włączyć czynnik systemowy. Współczesny przezornościowy popyt na rezerwy wynika z systemowych niedoskonałości (*systemic imperfections*) międzynarodowego systemu walutowego, do których należą:

– zmienne przepływy kapitałowe (*volatile capital flows*),
– zmienność kursów walutowych,
– niepewność co do dostępności płynności międzynarodowej (*liquidity assistance*) w czasie kryzysu finansowego,
– brak automatycznych mechanizmów dostosowawczych w nierównowagach globalnych,
– brak dobrych substytutów dla USD jako aktywu rezerwowego[48].

Współcześnie akcentuje się fakt, że nie tylko odpływ kapitału (niezależnie od jego źródła) jest destabilizujący, lecz w ogóle zmienność przepływów kapitałowych. Także nadmierny napływ kapitału jest traktowany jako destabilizujący dla gospodarki, może bowiem wywołać boomy na rynkach aktywów, złą alokację zasobów, ryzyko związane z obsługą bilansów podmiotów, jeśli pasywa są denominowane nadmiernie w walucie zagranicznej. Przepływy kapitałowe netto do krajów rozwijających się są w dużej mierze determinowane czynnikami zewnętrznymi, jak np. obniżka światowych stóp procentowych. Krajowej polityce gospodarczej brakuje adekwatnych instrumentów radzenia sobie z nagłymi ruchami kapitału.

Presja na aprecjację waluty może komplikować zarządzanie polityką makroekonomiczną, stąd potrzeba sterylizacji nadmiaru napływu dewiz w postaci ich akumulacji. Kierując się tym motywem, władza monetarna poprzez akumulację rezerw chce publicznie zademonstrować swoje zobowiązanie do stabilności kursu walutowego. Po kryzysie argentyńskim nasiliło się traktowanie rezerw jako instrumentu chroniącego krajowy system finansowy, który jest poddany wahaniom nastrojów rynków walutowych, zjawisku *capital flight* ze strony krajowych podmiotów oraz wahaniom kursowym[49].

Współczesny wymiar przezornościowego popytu na rezerwy uwzględnia także czynniki wewnętrzne. Jednym z czynników (strukturalnych) wywołujących presję deprecjacyjną na kurs walutowy jest czynnik demograficzny, który może wywierać dodatkowy wpływ na popyt na rezerwy.

Utrzymywanie rezerw z motywu przezornościowego jest szczególnie istotne w przypadku krajów, których waluty są przeszacowane (doświadczenia Korei, Meksyku, Rosji z destabilizującym *runem* na ich waluty w czasie kryzysu

[48] *Reserve accumulation and international monetary stability*, IMF 2010.

[49] P. Vujanovic, *Understanding the recent surge in the accumulation of international reserves*, OECD Economics Department Working Papers, no. 866/2011.

finansowego). W przypadku krajów o walucie niedoszacowanej (większość krajów azjatyckich) motyw ten wydaje się mniej istotny.

J. Aizenman i inni, badając wzrost popytu na rezerwy krajów azjatyckich w następstwie kryzysu finansowego z drugiej połowy lat 90., przedstawili dodatkową interpretację przezornościowego popytu na rezerwy, mianowicie motyw stabilizowania wydatków budżetowych. Zmienność produkcji, nieelastyczny popyt na wydatki budżetowe, kosztowny pobór podatków w celu pokrycia pasywów fiskalnych oraz *sovereign risk* może skłaniać kraj do akumulowania zarówno rezerw walutowych, jak i długu zagranicznego. Dług zagraniczny pozwala krajowi na wygładzenie konsumpcji przy zmiennej produkcji. Rezerwy, które nie są dostępne dla wierzycieli, tak oddziałują w sytuacji, kiedy negatywny szok doprowadzi do nieobsługiwalności zadłużenia zagranicznego. Kraje o wysokiej stopie dyskontowej, które cechuje polityczna niestabilność lub korupcja polityczna, będą cechowały się niższym popytem przezornościowym na rezerwy[50].

J. Aizenman i inni dostrzegają ponadto związek między rezerwami banku w gospodarce zamkniętej a popytem kraju na rezerwy międzynarodowe. Banki, jako pośrednicy finansowi, z krótkoterminowych depozytów finansują długoterminowe projekty inwestycyjne. Decyzje finansowe sektora bankowego zapadają, zanim następują potencjalne szoki płynnościowe, wynikające ze zjawiska *sudden stop*. Brak wiarygodnego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji zmusza kraje do ubezpieczania się, co pozwala zaoszczędzić koszty wynikające z likwidacji aktywów produkcyjnych[51].

Współczesny przezornościowy popyt na rezerwy wynika więc także z niezadowolenia z funkcjonowania mechanizmów alokacji płynności walutowej na poziomie międzynarodowym, w tym braku prawdziwego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. W tym kontekście ponadoptymalny popyt na rezerwy krajów azjatyckich tłumaczy się chęcią uniezależnienia się finansowego od polityki kredytowej MFW, w tym jego polityki *conditionality*[52]. Akumulacja

---

[50] J. Aizenman, N. Marion, *The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?*, NBER Working Paper, no. 9266/2002. Badania te sugerują występowanie pozytywnego związku między rezerwami walutowymi a nadwyżką fiskalną, zatem silny wpływ uwarunkowań polityki gospodarczej na strategie akumulacji. Z drugiej jednak strony, problemy fiskalne mogą zwiększać ryzyko kryzysu walutowego lub bankowego. Im słabsza pozycja fiskalna kraju, tym większe ryzyko niewypłacalności kraju, zatem większa premia za finansowanie zewnętrzne. Zatem kraje o słabej kondycji fiskalnej mogą utrzymywać wyższy poziom rezerw jako buforu, co może sugerować występowanie negatywnego związku między rezerwami a nadwyżkami fiskalnymi. Wniosek taki eksponuje C. Reihart i K. Rogoff w: *Serial default and the "paradox" of rich-to-poor capital flows*, „American Economic Review" 2004, vol. 94.

[51] J. Aizenman, J. Lee, *International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence*, NBER Working Paper, no. 11 366/2005.

[52] R. Medhora, *The uneven build up of global reserves. Ways forward*, „World Economics" 2007, no. 4.

oznacza, że warunkowy dostęp do pożyczek MFW nie stanowi dla krajów akumulujących doskonałego substytutu posiadanych własnych aktywów rezerwowych.

Wreszcie, motyw przezornościowy przybiera współcześnie formę *precautionary saving* (przezornościowego oszczędzania). W ten sposób tłumaczy się coraz większą rolę polityki akumulacji rezerw w krajach będących eksporterami ropy naftowej (m.in. Norwegia). W ich przypadku akumulacja rezerw wynika z chęci tworzenia funduszy zabezpieczających wobec świadomości wyczerpywalności zasobów surowca („fundusze przyszłych pokoleń" tzw. *heritage funds*, fundusze stabilizujące przyszłe wpływy z eksportu surowca).

Należy także zauważyć, że analizy empiryczne motywu przezornościowego w badaniach determinant popytu na rezerwy niezmiernie rzadko bazują na teorii ubezpieczeń. Jednym z wyjątków są badania J. Lee, który analizował równoważność między instrumentem *self insurance* a innymi instrumentami finansowymi (w szczególności opcją *put*), dającymi taki sam czas zabezpieczenia (*time of hedge*), co pozwala określić optymalną wysokość pokrycia rezerwami. Rozbieżność z poziomami odnotowywanymi w krajach *emerging markets* pozwoliła postawić tezę, że dostępność ubezpieczenia dostarczanego przez rynek jest bardzo ograniczona[53].

4.2. Motyw interwencyjny (*Exchange rate stability*)

Motyw interwencyjny akumulacji rezerw jest ukierunkowany na stabilizowanie kursu walutowego, co może być powodowane wieloma czynnikami.

Jednym z nich jest realizowanie proeksportowej strategii rozwoju gospodarczego, tzw. *mercantilist export promotion* (motyw merkantylistyczny). Często jest on w literaturze wyodrębniany jako odrębny motyw akumulacji rezerw. Jednak ze względu na pierwszoplanową rolę kursu walutowego jako instrumentu polityki gospodarczej można go traktować jako szczególny przypadek motywu interwencyjnego („subkategoria" motywu interwencyjnego, jak nazywa go E. Truman). Termin ten wprowadzili J. Aizenman i inni[54], dokonując jednocześnie rozróżnienia między merkantylizmem finansowym i monetarnym.

Merkantylizm finansowy („nowy/współczesny merkantylizm"), jako strategia rozwoju gospodarczego realizowana przez wschodzące gospodarki, polega na utrzymaniu niedoszacowanego kursu walutowego w celu wspierania konkurencyjności eksportu. We współczesnym merkantylizmie akumulację rezerw należy zatem postrzegać nie jako cel sam w sobie, lecz jako produkt uboczny

[53] J. Lee, *Insurance value of international reserves*, IMF Working Paper 04/175, 2004.
[54] J. Aizenman, J. Lee, *Financial versus monetary mercantilism…*

strategii rozwoju gospodarczego[55], opartej na stymulowaniu eksportu i wspieraniu krajowego sektora przedsiębiorstw poprzez utrzymywanie niedoszacowanej waluty. Najważniejszym elementem tej strategii jest wykorzystanie nadmiernej siły roboczej. Poprzez zatrudnienie siły roboczej w sektorach eksportowych, przy braku polityki stymulowania popytu wewnętrznego, gospodarkom udaje się uniknąć inflacyjnych skutków polityki akumulacyjnej. Strategię finansowego merkantylizmu realizują obecnie Chiny i Argentyna, w przeszłości Japonia i Korea.

Merkantylizm monetarny, z którym J. Aizenman i inni utożsamiają politykę akumulacyjną Indii, polega na akumulowaniu rezerw jako celu samego w sobie (popyt Indii na rezerwy złota). W bardziej wyrafinowanej wersji polega on na zakupywaniu aktywów przez władzę monetarną, w celu zwiększenia podaży pieniądza, co ma umożliwić realizację polityki pożyczkowej wobec pewnych sektorów gospodarki lub przedsiębiorstw. W tym sensie merkantylizm monetarny pozwala realizować tak samo cele prowzrostowe, jak merkantylizm finansowy[56].

Stabilizowanie kursu walutowego (zapobieganie realnej aprecjacji kursu) może też być powodowane chęcią unikania negatywnych szoków sektorowych (doświadczenia „zarazy holenderskiej"), zapobiegania efektowi *overshootingu* kursu walutowego, mogącego wyniknąć z krótkoterminowych, zmiennych przepływów kapitałowych lub szoków przejściowych.

Inną „subkategorią" motywu interwencyjnego jest przeciwdziałanie aprecjacji nominalnego kursu poprzez akumulowanie rezerw w przypadku krajów eksportujących ropę naftową w okresie wzrostu cen surowca, a więc wygładzanie przejściowego pozytywnego szoku *terms of trade* (np. Rosja). Akumulowanie rezerw pozwala uniknąć wpływu szoków *terms of trade* na realny kurs walutowy, co jest szczególnie istotne w przypadku krajów rozwijających się, będących eksporterami surowców naturalnych. Badania empiryczne potwierdzają, że unikanie zmienności realnego kursu walutowego podnosi wzrost gospodarczy[57].

Czynnikiem, który tłumaczy niechęć krajów *emerging markets* do aprecjacji kursu, i stąd podejmowanie interwencji, jest wysoki poziom otwartości handlu (średnio w Azji sięgający 90%). Oznacza to silniejsze przekładanie się zmian

---

[55] Stabilizowanie kursu jako *by-product* realizowanej strategii gospodarczej M. Redrado i in. nazywają pochodnym popytem na rezerwy (*derivative demand for reserves*). Za: M. Redrado i in., *The economic policy…*

[56] Ch. Wyplosz, *The foreign exchange reserves buildup: business as usual?*, Paper prepared for the Workshop on debt, finance and emerging issues in financial integration, 2007, Commonwealth Secretariat, London.

[57] S. Griffith-Jones, J. Ocampo, *Sovereign Wealth Funds; a developing perspective*, Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Fund organized by Andean Development Corporation, London, 18.02.2008.

kursu na ceny wewnętrzne, zatem większy *deflationary bias* w przypadku aprecjacji kursu.

Wreszcie, indywidualną subkategorię motywu interwencyjnego stanowić może potrzeba obniżenia ryzyka kraju i zredukowania kosztu pożyczania zagranicznego (*demonstration effect*). Znamienny jest tu przypadek Meksyku po kryzysie 1994–1995 – akumulacja rezerw miała odegrać funkcję sygnalną dla agencji ratingowych odnośnie do wejścia kraju na ścieżkę stabilizacyjną i spowodować poprawę ratingu kredytowego kraju oraz obniżyć koszty zadłużenia zagranicznego.

4.3. Rola rynku finansowego. Popyt na rezerwy jako „efekt *by-pass* i skutek słabego rozwoju rynku finansowego

Czynnik słabego rozwoju rynku finansowego także może wyjaśniać popyt krajów *emerging markets* na rezerwy. Słaby rozwój krajowego pośrednictwa finansowego determinuje nie tylko przepływy kapitałowe brutto, ale w szczególności kierunek przepływów kapitałowych netto. Jeśli krajowy sektor finansowy jest nieefektywny, brakuje na nim wystarczającej ilości płynnych krajowych instrumentów finansowych, utrzymywana jest kontrola przepływów kapitałowych, wzrost oszczędności krajowych omija (*bypasses*) krajowy sektor finansowy i powoduje, poprzez sektor oficjalny, odpływ netto kapitału portfelowego. Jak podkreśla A. Sławiński, niedostateczny stopień rozwoju rynków kapitałowych w regionie powoduje konieczność odgrywania przez banki centralne w Azji na dużą skalę roli inwestorów instytucjonalnych[58]. Brak instrumentów finansowych skłania krajowych inwestorów do inwestowania w bezpieczne aktywa zagraniczne, co R. Caballero nazywa „*asset shortage hypothesis*" (hipotezą braku aktywów krajowych)[59]. Ponadto, ryzyko *sudden stop* w warunkach coraz większej integracji finansowej może spowodować większą zmienność nominalnych i realnych kursów walutowych, szczególnie w krajach o płytszych i słabiej instytucjonalnie rozwiniętych rynkach finansowych.

Obok niemożności transferowania prywatnych oszczędności w inwestycje (krajowe lub zagraniczne) czynnik finansowy akumulacji rezerw wynika z dolaryzacji aktywów w niektórych gospodarkach azjatyckich będących wierzyciela-

[58] A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych", Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17.11.2006.

[59] R. Caballero, *The other imbalance and the financial crisis*, Paolo Baffi Lecture, Bank of Italy, Rome, December/2009. Hipoteza ta pierwotnie została wykorzystana w odniesieniu do krajów Ameryki Łacińskiej przez E. Mendoza i in. w: *Financial integration, financial deepness and global imbalances*, NBER Working Papers, no. 12 909/2007.

mi netto. Dolaryzacja aktywów wynika albo z faktu ograniczonego udzielania pożyczek we własnej walucie (Japonia), albo z faktu, że pożyczanie we własnej walucie jest niemożliwe na skutek utrzymywania się asymetrycznych kontroli dewizowych (Chiny). Prowadzi to do fundamentalnych niedopasowań bilansów instytucji finansowych, składających się ze znacznych pozycji płynnych aktywów, denominowanych głównie w USD, które nie są bilansowane po stronie pasywów. Oznacza to, że znaczna aprecjacja waluty krajowej wobec USD powodowałaby istotne straty kapitałowe.

Dolaryzacja aktywów może skłaniać władze monetarne (zwłaszcza w krajach azjatyckich) do „socjalizowania ryzyka kursowego" („*socialising the exchange rate risk*"), co polega na wykorzystywaniu rezerw walutowych jako narzędzia transferowania ryzyka wynikającego ze zmian kursowych i zmian stóp procentowych, z sektora prywatnego na oficjalny. Bank centralny zachowuje się jak pośrednik finansowy, chroniąc sektor prywatny przed negatywnymi konsekwencjami przepływów kapitałowych. Należy zauważyć, że ryzyko to ulega transferowi, natomiast nie ulega zredukowaniu dla gospodarki jako całości[60]. Potrzeba „socjalizowania ryzyka kursowego" w krajach *emerging markets* wynika zatem z niedoskonałości krajowego systemu finansowego, nie potrafiącego radzić sobie ze zmiennym kursem walutowym lub z braku instrumentów, mogących stanowić *hedging* dla zmiennych kursów walutowych.

Dodatkowym celem zgłaszanego popytu na rezerwy jest traktowanie ich jako zabezpieczenia (*collateral*) dla zagranicznego kapitału, głównie napływającego w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wynika to z faktu, że transakcje finansowe dotyczą krajów o różnym poziomie ratingu, co powoduje, że dla zawarcia transakcji kraj o niższym poziomie ratingu musi przekazać zabezpieczenie krajowi o wyższym poziomie ratingu. Kraj centrum (USA) lokuje bezpośrednie inwestycje zagraniczne w krajach peryferyjnych, a więc transferuje kapitał finansowy, ludzki i organizacyjny. Ponosi przy tym jednocześnie ryzyko, że kraje peryferyjne mogą odmówić honorowania zawartych umów. Zakupy aktywów finansowych emitowanych przez kraj centrum przez kraje peryferyjne mają stanowić zabezpieczenie dla kraju centrum, który w ten sposób – niejako w odpowiedzi-może odmówić wypłaty należnego kapitału wraz z odsetkami[61].

Rezerwy walutowe chronią także krajowy system bankowy (i szczerzej: krajowy rynek kredytowy) w dobie obserwowanego współcześnie zjawiska *credit crunch* w sytuacji odpływu krajowych i/lub zagranicznych zasobów pieniężnych.

---

[60] *The accumulation of foreign reserves….*

[61] Por. M. Dooley i in., *An essay on the revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper, no. 9971/2003. Ten aspekt popytu na rezerwy był szeroko analizowany w literaturze, przybierając formę tzw. koncepcji Bretton Woods II jako przyczyny nierównowagi globalnej.

Utrzymywanie depozytów dewizowych w systemie bankowym przez rezydentów w krajach rozwijających się, jako efekt procesu liberalizacji, także skutkować może większym popytem na rezerwy walutowe zgłaszanym przez banki centralne, ale jednocześnie osłabiać efektywność polityki pieniężnej. Przykładem jest Jamajka, gdzie wskaźnik depozytów dolarowych do depozytów ogółem wynosi 40%[62].

4.4. Akumulacja rezerw walutowych jako przykład niekonwencjonalnej polityki monetarnej

Popyt na rezerwy walutowe może także wynikać z potrzeby zwiększenia efektywności polityki pieniężnej. Akumulacja rezerw walutowych jest jedną z form tzw. niekonwencjonalnej polityki monetarnej (*unconventional monetary policy*).

Na przykład, w Japonii konwencjonalna polityka monetarna okazała się nieefektywna wobec zjawiska bliskich zeru stóp procentowych (*zero interest bound*) i problemu portfela złych kredytów w sektorze bankowym. Ponadto, gospodarka japońska była poddana negatywnym siłom deflacji. Aprecjonująca się waluta krajowa wywierałaby nacisk na obniżanie krajowej inflacji. W takich okolicznościach, efektywność polityki monetarnej mogła być zwiększona poprzez zarządzanie kursem walutowym. Poprzez utrzymywanie stałego kursu walutowego lub nawet dopuszczanie do stopniowego osłabiania waluty krajowej poprzez akumulację rezerw walutowych efektywność polityki monetarnej może ulec zwiększeniu.

S. Lin wykazuje empirycznie, że przyjęta strategia polityki pieniężnej wpływa na politykę akumulacji rezerw. Z badań tych wynika, że kraje rozwijające się, które stosują w polityce pieniężnej cele inflacyjne (*inflation targeting*), mają znacznie większy poziom rezerw niż kraje nie realizujące strategii inflacyjnej[63].

Akumulację rezerw można postrzegać także jako efekt działania tzw. Równoważności Ricardiańskiej. Ch. Wypolsz interpretuje ponadoptymalny popyt na rezerwy poprzez występowanie tzw. Równoważności Ricardiańskiej w gospodarce. Równoważność ta oznacza, że zdolność pożyczkowa sektora oficjalnego jest systematycznie kompensowana poprzez wzrost lub spadek oszczędności sektora prywatnego. Kiedy sektor prywatny doświadcza limitów zadłużania (np. na skutek występowania pułapów kredytowych), rząd prowadzi politykę pożyczkową „w jego imieniu". Rozumowanie to można zastosować w stosunku do

[62] M. Williams, *Foreign exchange reserves- how much is enough?*, „BIS Review" 2006, no. 1.

[63] S. Lin, *On the international effects of inflation targeting*, „Review of Economics and Statistics" 2010, vol. 92, no. 1.

akumulacji rezerw krajów rozwijających się, gdzie sektor prywatny ma ograniczony dostęp do zagranicznych aktywów i pasywów. Wówczas, potrzeba dywersyfikacji walutowej aktywów jest „zaspokajana" poprzez akumulację rezerw walutowych przez bank centralny. Inaczej ujmując, poprzez akumulację rezerw bank centralny działa w imieniu sektora prywatnego, który chciałby zdywersyfikować aktywa, ale nie ma/lub ma ograniczony dostęp do międzynarodowych rynków finansowych.

5. Miary adekwatności poziomu rezerw

Ewolucji w postrzeganiu źródeł popytu na rezerwy walutowe towarzyszy zmiana poglądów na temat miar optymalnego (adekwatnego) ich poziomu (*adequacy of reserves*). Ewolucja miar adekwatności poziomu rezerw wynika przede wszystkim ze zmiany natury szoków bilansu płatniczego. W badaniach empirycznych nad adekwatnością poziomu rezerw stosuje się zasadniczo dwie miary:

1) tradycyjną (zwaną też komercyjną); jest nią stosunek rezerw do importu. Zgodnie z nią optymalny poziom rezerw gospodarka osiąga przy 3-miesięcznym pokryciu wolumenu importu rezerwami walutowymi. Miarę tę zaproponował R. Triffin w 1947 r.[64] Od początku była krytykowana. Wskazywano, że zmienność handlu jest istotniejsza niż jego poziom dla określania popytu na rezerwy, mimo że obie miary są ze sobą skorelowane[65]. M. Flanders z kolei wymienia 10 powodów, dla których wskaźnik rezerw do importu jest niewystarczającą miarą popytu na rezerwy. Zalicza do nich m.in: koszt rezerw i ich stopę zwrotu, niestabilność eksportu, awersję krajów do ponoszenia kosztów dostosowawczych oraz możliwość zadłużania się[66]. Również, zdaniem M. Ruiz-Arranz i innych[67], określenie stopnia pokrycia importu rezerwami na poziomie 3-miesięcznym nie znajduje ścisłego teoretycznego uzasadnienia i jest wysoce arbitralne. Pomimo krytyki, miara ta współcześnie jest nadal wykorzystywana –

[64] Por. R. Triffin, *National central banking and the international economy*, [w:] W. Allen, C. Allen *Essays in International Economic Equilibrium and Adjustment*, McMilan, New York 1947.

[65] F. Malchup, *The need for monetary reserves*, Reprints in International Finance, no. 5, Princeton University, International Finance Section, 1966.

[66] M. Flanders, *The demand for international reserves*, Princeton Studies in International Finance, no. 27, Princeton University, 1971.

[67] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging Asia's reserves really too high?*, IMF Working Paper, WP/08/192.

szczególnie w przypadku krajów *emerging markets* o ograniczonym dostępie do rynków kapitałowych;

2) współczesną (zwaną też finansową) – tzw. miarę Greenspana-Guidottiego (tzw. miara G-G). Zgodnie z nią rezerwy powinny pokrywać całkowite krótkoterminowe (o zapadalności do roku) zadłużenie zagraniczne kraju, a więc wskaźnik rezerw do krótkoterminowego zadłużenia powinien wynosić 1 (lub 100%). Miara ta stała się standardowym wskaźnikiem oceny podatności kraju na kryzysy rachunku kapitałowego bilansu płatniczego (*capital account crisis*) i w największym stopniu zyskała poparcie empiryczne[68]. Badania empiryczne potwierdzają, że kraje o wyższym poziomie rezerw w stosunku do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego są mniej narażone na kryzysy finansowe. Dla przykładu, z badań przeprowadzonych przez D. Rodrika i innych wynika, że kraje przestrzegające reguły Greenspana-Guidottiego ograniczają (rocznie) prawdopodobieństwo doświadczenia nagłego odwrotu w przepływach kapitału średnio o 10%[69].

Miara ta, na skutek oceny zadłużenia zagranicznego, koncentruje się na ryzyku *external drain* w generowaniu kryzysu płynnościowego, co zdaniem krytyków nie oddaje całościowej oceny ryzyka. Wątpliwości teoretyczne budzi także to, czy zarówno dług publiczny, jak i prywatny powinien być brany pod uwagę, czy nie tylko zadłużenie publiczne. Miara ta jest czasami rozszerzana o deficyt na rachunku obrotów bieżących, co pozwala lepiej uchwycić zapotrzebowanie kraju na zewnętrzne finansowanie i dać bardziej miarodajny obraz ryzyka *capital flight*.

Zdaniem M. Ruiz-Arranz i innych[70], miara G-G nie jest dobrym wskaźnikiem podatności kraju na szoki finansowe, ze względu na ekspansję przepływów kapitałowych nie opartych na długu (*non-debt cross border flows*). Ponadto, zmienność przepływów kapitałowych brutto wzrasta od 2000 r., zaś przepływy kapitału portfelowego oznaczają się od tego roku największą zmiennością wśród wszystkich form przepływu kapitału. Bardziej stabilne, ale także o rosnącej zmienności okazały się przepływy kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich.

Krytykując miarę G-G, Ch. Wyplosz zwraca z kolei uwagę, że rozróżnienie między krótkoterminowymi a długoterminowymi pasywami może nie być jednoznaczne, co wynika z powszechnego traktowania pasywów długotermino-

---

[68] Zaproponowanie takiej miary miało odzwierciedlać naturę kryzysów finansowych lat 90., wynikającą z niedopasowania walutowego i terminowego bilansów (banki i korporacje zbudowały wysokie krótkoterminowe pasywa zagraniczne, z których finansowały długoterminowe inwestycje, które nie generowały wpływów dewizowych. Zakumulowane wówczas rezerwy walutowe nie wystarczyły do sfinansowania odpływającego krótkoterminowego kapitału).

[69] D. Rodrik, A. Velasco, *Short-term capital flows*, „Annual World Bank Conference on Development Economics 1999", April 2000.

[70] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging…*

wych jako bardziej stabilnych niż krótkoterminowych. Jego zdaniem, podejście takie ignoruje fakt spekulacji walutowej. Co prawda, spekulacja przybiera najczęściej formę otwartych krótkich pozycji w postaci krótkoterminowych pasywów, ale są one najczęściej zabezpieczone pasywami długoterminowymi. Dodatkowo, posiadacze długoterminowych pasywów rzadko przyjmują wyczekującą postawę w sytuacji pojawienia się problemów bilansu płatniczego, ale wykazują szybką reakcję w postaci wykorzystania instrumentów *hedgingowych* na podstawie całościowej oceny pozycji inwestycyjnej[71].

W kontekście tych wątpliwości wydaje się, że lepszą miarą byłby wskaźnik rezerw w odniesieniu do zagranicznych pasywów brutto. Stąd proponuje się przyjęcie zróżnicowanego stopnia pokrycia rezerwami poszczególnych komponentów pasywów (inny dla inwestycji portfelowych w akcje, inny dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych), w zależności od odwracalności kierunku jego przepływów. Mierzenie optymalnego poziomu rezerw w odniesieniu do pasywów zagranicznych brutto lepiej oddaje podatność kraju na ryzyko *sudden stop* i korekty rachunku kapitałowego, szczególnie wobec rosnącej złożoności instrumentów rynku kapitałowego[72].

Inną stosowaną miarą finansową jest odniesienie zasobu rezerw do agregatu monetarnego M2, co miałoby wskazywać na podatność gospodarki na odpływy kapitału z krajowego systemu bankowego (uwzględnienie ryzyka *internal drain*). W ujęciu tradycyjnym, za optymalny poziom rezerw uznaje się 5–20% pokrycia pasywów systemu bankowego rezerwami walutowymi, w zależności od elastyczności stosowanego reżimu kursowego (tzw. miara Wjinholds-Kapteyn)[73], jednak M. Obstfeld i inni proponują przyjęcia wskaźnika pokrycia na poziomie 50%[74].

Również brak w literaturze zgody, czy rezerwy powinno się odnosić do PKB kraju, czy do PKB *per capita*. J. Aizenman i inni uważają, że rezerwy powinny wzrastać wraz ze zwiększaniem skali transakcji międzynarodowych kraju i w tym sensie powinny być dodatnio skorelowane z populacją kraju. Jednak w krajach *emerging markets*, jak Chiny lub Indie, opieranie się na wskaźniku populacji może przeszacowywać rozmiary rezerw, gdyż duża jej część nie jest włączona w transakcje międzynarodowe[75]. Odnoszenie rezerw do

[71] C. Wyplosz, *The foreign exchange reserve…*

[72] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging…*

[73] J. de Beaufort Wijnholds, A. Kapteyn, *Reserve adequacy in emerging market economies*, IMF Working Paper, no. 01/143. Autorzy proponują przyjęcie od 20-procentowego stopnia pokrycia dla reżimów stałych do 5-procentowego dla reżimów płynnych. Czynnikiem wpływającym na adekwatny poziom rezerw staje się zatem typ reżimu kursowego oraz ryzyko kraju.

[74] M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor, *Financial stability...*

[75] J. Aizenman, N. Marion, *International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection*, „Economic Journal" 2004, vol. 114.

PKB kraju, choć ma słabe teoretyczne lub empiryczne uzasadnienie, jest dobrym wskaźnikiem dla analiz porównawczych między krajami[76].

Ze względu na fakt, że popyt na rezerwy jest uzależniony od specyfiki danego kraju (przede wszystkim poziomu rozwoju gospodarczego, stopnia włączenia się w międzynarodowe przepływy handlowe i kapitałowe), analiza adekwatności poziomu rezerw powinna być jednak przeprowadzana indywidualnie, na podstawie specyfiki danego kraju, a nie wystandaryzowanych miar (tradycyjnych lub współczesnych). Wynika to z odmiennej podatności krajów na ryzyko *sudden stop* lub *capital flight* oraz heterogeniczności kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw (mierzonego np. kosztami sterylizacji).

Do indywidualnych determinant rzutujących na poziom rezerw należy zaliczyć:

– poziom rozwoju gospodarczego. Zdaniem M. Redrado i innych, istnieje zależność przypominająca „odwróconą literę U" („*inverted U-shaped relationship*") między popytem na rezerwy a poziomem rozwoju gospodarczego. Kraje najsłabiej rozwinięte, nie będące włączone handlowo i finansowo w międzynarodowe stosunki gospodarcze, nie potrzebują buforu w postaci rezerw. Na drugim biegunie znajdują się kraje rozwinięte, będące gospodarkami otwartymi, mające dostęp do rynków finansowych i nie dotknięte *fear of floating*. Ich zdolność pożyczkowa oraz elastyczność kursowa jest wystarczającym buforem chroniącym przed potencjalnymi szokami zewnętrznymi. Dla odmiany, kraje *emerging markets*, będące asymetrycznie zintegrowane z rynkami towarowymi i finansowymi, narażone na szoki zewnętrzne, potrzebują wyższego poziomu ochrony. Ten „przejściowy etap rozwoju" („*intermediate development level*") w największym stopniu generuje popyt na rezerwy;

– rodzaj reżimu kursowego – reżimy stałe teoretycznie wymagają większego poziomu rezerw. Empirycznie ten argument nie znajduje jednak całkowitego potwierdzenia. Z badań przeprowadzonych przez Canales-Kriljenko wynika, że w przypadku krajów *emerging markets* i rozwijających się zakres interwencji jest większy w przypadku krajów stosujących reżimy elastyczne niż w przypadku krajów o bardziej stałych reżimach[77]. Również z badań empirycznych M. Redrado i innych wynika, że agresywne strategie akumulacyjne stosują kraje o różnorodnych reżimach kursowych (oraz różnorodnych strategiach monetarnych), ale dominują kraje o reżimach elastycznych[78];

– otwartość finansowa gospodarki i głębokość rynku finansowego. Popyt na rezerwy zwiększa się w bardziej otwartych finansowo gospodarkach, gdzie wzrasta ryzyko związane z niedopasowaniami walutowymi i wycofywaniem

[76] *Assessing reserve adequacy*, Paper Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 2011.

[77] Canales-Kriljenko, *Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey*", IMF Working Paper, 03/95/2001.

[78] M. Redrado i in., *The economic policy…*

depozytów. Zjawisko *sudden stop* w finansowo otwartej gospodarce może spowodować większą zmienność nominalnych i realnych kursów walutowych, w szczególności w sytuacji słabiej instytucjonalnie rozwiniętych rynków finansowych. Biorąc pod uwagę fakt słabego rozwoju rynku obligacji w krajach *emerging markets*, rezerwy walutowe mogą stanowić jedno ze źródeł finansowania dostępnego dla rządu w czasie kryzysu. Czynnik poziomu rozwoju finansowego, w powiązaniu z mniejszą tolerancją polityczną dla zmienności kursów walutowych, może tłumaczyć, dlaczego gospodarki azjatyckie wykazują większą skłonność do akumulacji rezerw w porównaniu z małymi otwartymi gospodarkami uprzemysłowionymi jak Australia czy Nowa Zelandia[79].

Ch. Wyplosz proponuje uzależniać stosowaną miarę adekwatności rezerw od motywu akumulacji[80] w ten sposób, że jeśli:

– motyw merkantylistyczny jest wiodącym motywem akumulacji, powinno się mierzyć poziom rezerw w stosunku do PKB;

– jeśli akumulacja wynika z motywu ubezpieczeniowego, lepszą miarą jest odniesienie rezerw do wolumenu handlu lub zagranicznych pasywów. Im bardziej kraj jest zintegrowany finansowo z gospodarką światową, tym większe znaczenie powinno być przypisane pasywom zagranicznym, gdyż ryzyko kryzysu walutowego w większym stopniu wynika z rachunku kapitałowego.

Trudność aplikacyjna powyższego podejścia polega jednak na niemożności definitywnego empirycznego udowodnienia motywu akumulacji. Próby budowania zwartych modeli adekwatności (*model-based adequacy measures*) uwzględniają niewątpliwie czynnik heterogeniczności krajów. Zawierają dodatkowe parametry, jak spadek produkcji w okresie kryzysu, rolę prewencyjną rezerw. Estymacje wynikające z tych modeli jednak zależą w decydującej mierze od przyjętych założeń uwzględnianych parametrów w modelu, co może stanowić duży problem metodologiczny (nieznajomość funkcji celu banku centralnego i jego awersji do ryzyka, prawdopodobieństwa kryzysu). Trudność metodologiczną stanowi brak zgody co do metody pomiaru zmiennych, takich jak koszt alternatywny rezerw oraz stopień substytucyjności między rezerwami „własnymi" a „pożyczonymi" (*owned versus borrowed reserves).*

Badania nad przezornościowym popytem na rezerwy wykorzystują modele, w których maksymalizuje się dobrobyt reprezentatywnego podmiotu gospodarki, poddanemu ryzyku spadku produkcji i *sudden stop* w napływie kapitału. W modelach tych rezerwy stanowią polisę ubezpieczeniową – jeśli nastąpi kryzys, negatywne skutki są neutralizowane przez rezerwy. „Optymalny poziom rezerw" wynikający z tych modeli kształtuje się na poziomie wyższym niż wynikający z założeń G-G (rezerwy większe niż krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne + spadek produkcji), gdyż rezerwy pomagają uchronić się przed

[79] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging Asia's reserves…*

[80] Ch. Wyplosz, *The foreign exchange reserve buildup…*

negatywnym wpływem na dobrobyt nie tylko na skutek wpływu kryzysu na konieczność rolowania długu, ale także w wyniku wpływu spadku produkcji na krajową konsumpcję. Kalibracje tych modeli prowadzą do wniosku, że optymalny poziom rezerw powinien kształtować się w przedziale 8–30% PKB (autorzy modeli dokonują rozróżnienia między tym, czy rezerwy stanowią instrument polityki przeciwdziałania kryzysowi, czy łagodzenia kryzysu).

Tabela 23. Optymalny poziom rezerw w modelach badających przezornościowy popyt na rezerwy

Badanie	Optymalny poziom rezerw w stosunku do PKB (w %)
Caballero i Pangeas (2005)	Do 18
Durdu, Mendoza i Terrones (2007)	6–26
Jeanne (2007)	7,7, jeśli rezerwy służą tylko łagodzeniu kryzysu 23, jeśli rezerwy służą prewencji kryzysu
Jeanne i Ranciere (2006)	9,1, jeśli rezerwy służą tylko łagodzeniu kryzysu 30, jeśli rezerwy służą prewencji kryzysu
Kim (2008)	10–30

Źródło: opracowanie własne na podstawie: O. Jeanne, R. Ranciere, *The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications*, IMF Working Paper, no. 229, 2006 i innych.

Od niedawna MFW wykorzystuje model zaproponowany przez O. Jeanne'a i innych[81] dla uzupełnienia oceny poziomu adekwatności rezerw w przypadku indywidualnie rozpatrywanego krajów. Trwają prace nad wypracowaniem nowej, ważonej ryzykiem, miary[82].

6. Determinanty kompozycji rezerw walutowych i czynniki dywersyfikacji

Czynniki determinujące wybór waluty rezerwowej są podobne do czynników wpływających na jej wykorzystanie w innych funkcjach waluty międzynarodowej. Najbardziej rozpowszechnione w literaturze przedmiotu badania nad determinantami kompozycji rezerw walutowych przeprowadzone przez

[81] O. Jeanne, R. Ranciere, *The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications*, IMF Working Paper, no. 229, 2008.

[82] Nie jest ona jeszcze rozpowszechniona, lecz już zyskała miano „miary drugiej generacji".

M. Dooleya i innych[83] wyodrębniają triadę determinant. Zdaniem autorów, wybór struktury walutowej rezerw jest determinowany przez:

– denominatora waluty krajowej (*currency peg*),
– kompozycję walutową przepływów handlowych,
– strukturę walutową zadłużenia zagranicznego i przepływów finansowych.

Według przedstawicieli EBC, wymienione powyżej „klasyczne determinanty" znajdują swoje empiryczne potwierdzenie raczej tylko w przypadku krajów rozwijających się. Jest to grupa krajów wykazująca *fear of floating*, a więc opierająca swą politykę kursową na reżimie de facto (*quasi*) stałego kursu walutowego, o niedostatecznym dostępie do międzynarodowych rynków kapitałowych. Powiązanie struktury walutowej rezerw ze strukturą handlu i przepływów finansowych pozwala tym krajom na traktowanie rezerw jako „wentyla bezpieczeństwa" w celu zapewnienia płatności importowych i obsługi zadłużenia zagranicznego[84].

Również zdaniem B. Eichengreena i innych[85] lista wymienionych determinant (skonstruowana blisko 20 lat temu w okresie, kiedy wiele krajów rozwijających się wychodziło z kryzysu zadłużeniowego lat 80., z wysokimi zobowiązaniami zagranicznymi) wymaga uaktualnienia. Współcześnie w większym stopniu na kompozycję walutową rezerw wpływają:

– terminowa struktura zadłużenia,
– multilateralizacja i regionalizacja handlu,
– polityka kursu walutowego i stopień liberalizacji przepływów kapitałowych.

Z kolei M. Chinn i inni[86] za wiodące determinanty uznają czynniki gospodarki kraju emitującego potencjalną walutę rezerwową, takie jak:

– rozmiar gospodarki emitującej walutę rezerwową (wiodąca determinanta),
– stopę inflacji (lub opóźniony trend deprecjacyjny),
– zmienność kursu walutowego,
– rozmiar rynku finansowego – mierzony obrotami rynku walutowego.

Wykazują, że związek między udziałem walut w portfelu rezerw a determinantami jest nieliniowy.

Rozmiar rynku finansowego, jego głębokość i płynność jest z kolei podstawową determinantą dla G. Galatiego i innych[87]. Szczególnie istotna jest płyn-

---

[83] M. Dooley i in., *The currency composition of foreign exchange reserves*, IMF Staff Papers, no. 36, 1989.

[84] *The accumulation of foreign reserves…*

[85] B. Eichengreen, D. Mathieson, *The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect*, IMF Working Paper, WP/00/131.

[86] M. Chinn, J. Frankel, *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, NBER Working Paper, no. 11 510, 2005.

[87] G. Galati, P. Wooldridge, *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?*, BIS Working Paper, no. 218/2006.

ność rynku walutowego, a także niezależność banku centralnego i wielkość sektora finansowego. Jako pozostałe trzy determinanty wymieniają:

– udział kraju w światowym PKB i handlu;
– stabilność makroekonomiczną – rozumianą jako stabilność cenowa;
– *network externalities* – status waluty zależy od jej wykorzystywania przez innych uczestników rynku. Użyteczność pieniądza w obrocie międzynarodowym wzrasta wraz ze wzrostem liczby podmiotów go wykorzystujących. Działa tu efekt podobny do korzyści skali. Rola *network externalities* w kształtowaniu struktury rezerw jest interpretowana na dwa sposoby. Według pierwszego stanowiska, *network externalities* działa w kierunku centralizacji, zatem jedna (lub kilka, w ekstremalnym przypadku) walut może odgrywać wiodącą rolę w kompozycji rezerw[88]. Według stanowiska przeciwnego siły substytucji tworzą miejsce dla wielu walut rezerwowych. Za takim rozumowaniem przemawia fakt, że wobec zmienności kursów walutowych banki centralne są coraz bardziej narażone na ryzyko koncentracji (*concentration risk*), w wyniku czego w coraz większym stopniu zaczynają zachowywać się jak inwestorzy prywatni. Motyw dochodowości lokat zaczyna odgrywać coraz większą rolę w zarządzaniu rezerwami, zatem dywersyfikacja portfela wynikająca z przyjętej strategii inwestycyjnej banków centralnych staje się coraz istotniejszą determinantą kompozycji rezerw[89].

W literaturze podkreśla się także wagę takich czynników, jak: płynność rynku (która z kolei zależy od skłonności banku centralnego do jej zapewnienia, wymienialności waluty, stabilności finansowej i rozwoju rynków finansowych) oraz czynników geopolitycznych. Z kolei E. Papaioannou i inni na podstawie przeprowadzonych symulacji uznają, że najważniejszą determinantą optymalnej kompozycji rezerw jest waluta pełniącą funkcję oficjalnego lub nieoficjalnego denominatora (*currency peg*). Potwierdzeniem tej tezy jest fakt, że w latach 80. banki centralne krajów uczestniczących w Europejskim Systemie Walutowym (ESW) w miejsce USD rozpoczęły akumulować rezerwy w DEM, co miało bezpośredni związek z zobowiązaniem do utrzymywania parytetów walutowych w ramach ESW[90].

Inne podejście do badań nad popytem na rezerwy stosują E. Truman i inni[91], którzy dostrzegają związek między determinantami kompozycji rezerw a moty-

---

[88] Pogląd ten reprezentuje np. V. Gaspar, *Financial integration and the international role of euro*, [w:] *Euro at five: ready for a global role*, Institute for International Economics, Washington, 2004.

[89] Pogląd ten reprezentuje np. E. Papaioannou i in., *Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar*, ECB Working Paper, no. 694/2006.

[90] P. Wooldridge, *The changing composition of official reserves*, „BIS Quarterly Review", September 2006.

[91] E. Truman, A. Wong, *The case for an international reserve diversification standard*, Institute for International Economics, Working Paper Series, May 2006.

wami ich utrzymywania. Kraj posiadający rezerwy do realizacji celów krótkoterminowych, takich jak płatności importowe czy spłata zadłużenia zagranicznego, utrzymuje je w walucie interwencyjnej, aby minimalizować koszty transakcyjne wymiany waluty. Kraj utrzymujący rezerwy w celu regulowania zobowiązań płatniczych w perspektywie średnioterminowej dokonuje już większej dywersyfikacji struktury rezerw w kierunku odpowiadającym strukturze zobowiązań. Jedynie kraje posiadające rezerwy dla celu długoterminowego, inwestycyjnego, rozpatrują ich kompozycję od strony ryzyka i stopy zwrotu z alternatywnych aktywów i one też wykazują największą skłonność do dywersyfikacji rezerw.

Badania nad determinantami kompozycji walutowej rezerw prowadzone są głównie w odniesieniu do krajów rozwijających się, wykazujących wyższy popyt na rezerwy. Szczególnym przypadkiem jest unia monetarna, która redukuje popyt na rezerwy. Brak zmian kursu walutowego wewnątrz unii monetarnej powoduje, że powstające deficyty płatnicze prowadzą do wzrostu stóp procentowych, który indukuje napływ kapitału z pozostałych krajów unii, nie ma więc potrzeby wykorzystywania rezerw jako buforu szoków powstających w bilansie płatniczym[92].

Analiza badań nad determinantami kompozycji rezerw walutowych prowadzi zatem do wniosku, że brak jest spójnego ich wyodrębnienia; poszczególne badania opierają się na różnych kategoriach determinant lub też przypisują im zróżnicowaną wagę. Część wyodrębnianych determinant – jak położenie punktu ciężkości na rozmiary gospodarki i sektora eksportowego w światowym PKB czy też na rynek finansowy kraju emitenta potencjalnej waluty rezerwowej – jest jednocześnie warunkiem pełnienia funkcji waluty międzynarodowej. Ponadto widoczna jest we współczesnej literaturze tendencja do akcentowania wagi struktury walutowej przepływów kapitałowych oraz struktury rynku finansowego w stosunku do struktury przepływów handlowych, co w większym stopniu ma wpływać na kompozycję rezerw[93]. Zwraca uwagę także fakt budowania przez niektórych autorów (M. Chinn i inni, G. Galati i inni) determinant w oparciu o cechy gospodarki kraju emitującego potencjalną walutę rezerwową, przez innych zaś w oparciu o cechy kraju konstruującego portfel rezerw (M. Dooley i inni oraz B. Eichengreen i inni). W innym ujęciu wskazuje się na potrzebę rozróżnienia determinant kompozycji rezerw między kraje rozwinięte i rozwijające się (podejście EBC) lub też powiązanie ich z motywami posiadania rezerw (E. Truman i inni).

Kolejnym istotnym aspektem wpływającym na kompozycję rezerw jest skłonność do dywersyfikacji rezerw walutowych.

---

[92] Dzieje się to przy założeniu, że unia jest wiarygodna i nie ma ryzyka kredytowego (zarówno publicznego, jak i prywatnego).

[93] Podejście to S. Fisher nazywa „*new approach*", za: S. Fisher, *IMF/World Bank international reserves: policy issues forum*, www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm

E. Truman i inni wyróżniają trzy typy dywersyfikacji rezerw walutowych[94]:

1. Pasywna dywersyfikacja – kiedy zmiany w strukturze walutowej rezerw banku centralnego odzwierciedlają zmiany kursowe (np. spadek udziału rezerw dolarowych jest wynikiem deprecjacji USD). Pasywna dywersyfikacja rezerw wynikać może także z różnic w oprocentowaniu aktywów denominowanych w różnych walutach, w takim zakresie, w jakim nie jest to rekompensowane zmianami kursów walutowych. Na przykład, spadek udziału jena w rezerwach walutowych w dużym stopniu wynikał z utrzymujących się niskich dochodowości aktywów finansowych denominowanych w jenie. Co istotne, pasywna dywersyfikacja nie wpływa na kształtowanie się kursów walutowych.
2. Aktywna dywersyfikacja – to sytuacja, w której, zakładając, że w danym okresie bank centralny nie dokonuje zakupów netto rezerw walutowych, lecz w odpowiedzi na mającą miejsce lub oczekiwaną deprecjację USD dokonuje dywersyfikacji aktywów dolarowych w kierunku aktywów denominowanych w innych walutach. Wyprzedając aktywa dolarowe, bank centralny przyczynia się do nasilenia procesu deprecjacji USA. W tym przypadku spadek udziału rezerw dolarowych jest większy niż w pierwszym przypadku, bank centralny wzmacnia trend rynkowy.
3. Stabilizacyjna dywersyfikacja rezerw. Polega ona na tym, że – zakładając, że trend deprecjacji USD jest chwilowy, bank centralny – nie dokonując zakupów netto aktywów rezerwowych, sprzedaje aktywa np. denominowane w euro czy w jenie, zakupując aktywa denominowane w USD. Celem działania banku centralnego jest utrzymanie stałej wartości udziału walut w portfelu. Działanie banku centralnego pomaga podtrzymać wartość USD, chociaż celem może być także ograniczenie aprecjacji własnej waluty względem USD. Niezależnie od motywu, zakup aktywów dolarowych prowadzi do wzrostu udziału USD w portfelu rezerw.

Rozróżnienie form dywersyfikacji ma kluczowe znaczenie w dyskusji na temat niebezpieczeństwa gwałtownego odejścia od USD w portfelu rezerw. Szczególnie często wyrażane są obawy o destabilizujące konsekwencje aktywnej dywersyfikacji rezerw.

W kontekście narastających nierównowag globalnych coraz większą uwagę przywiązuje się także do identyfikacji czynników mogących prowadzić do dywersyfikacji portfela rezerw. Czynniki wpływające na potencjalną dywersyfikację portfela rezerw B. Eichengreen i inni[95] dzielą na czynniki podażowe i popytowe. Po stronie czynników podażowych wyliczają pojawienie się euro jako nowego aktywu międzynarodowego, co oznacza wyłonienie się rywala dla USD i istotne zagrożenie dla jego dominującej pozycji jako waluty rezerwowej. Po stronie popytowej wymieniają odejście przez banki centralne krajów uprzemysłowionych od złota, zmiany w stosunkach handlowych, restrykcje na ra-

[94] E. Truman, A. Wong, *The case...*

[95] B. Eichengreen, D. Mathieson, *The currency composition...*

chunku kapitałowym, reżimy kursowe w krajach rozwijających się, które mogą istotnie wpłynąć na kompozycję rezerw walutowych.

Z kolei E. Papaioannou i inni[96] zwracają uwagę, że także wzrost płynności innych niż USD walut oraz wzrost deficytu bilansu płatniczego i zadłużenia zagranicznego USA są czynnikami mogącymi doprowadzić do dywersyfikacji struktury rezerw. Zmiany portfela wpłynąć mogą z kolei na relacje kursowe i – zważywszy na powiązanie ze sobą wszystkich funkcji waluty międzynarodowej – status USD jako wiodącej waluty międzynarodowej.

Innym uzasadnieniem wzrostu możliwości potencjalnej dywersyfikacji struktury walutowej rezerw jest ich ekspansja poza rozmiary wyznaczone tradycyjnymi wskaźnikami uznawanymi za optymalne. Eskalacja zjawiska akumulacji rezerw walutowych przez kraje rozwijające się i *emerging markets* stwarza bankom centralnym większą elastyczność w alokowaniu ich między różne waluty i różne kategorie aktywów. Zjawisku temu jak najbardziej sprzyja liberalizacja międzynarodowych rynków finansowych, stwarzająca możliwości poszukiwania atrakcyjnych aktywów wśród innych walut.

7. Akumulacja aktywów zagranicznych netto – źródła pochodzenia i wpływ na gospodarkę

W toku dalszych rozważań należy przyjąć punkt widzenia E. Alberola i innych, którzy uznają, że SWF (Sovereign Wealth Fund, szerzej w rozdziale V) powinny być traktowane łącznie z rezerwami walutowymi dla oceny ich wpływu na *global imbalances*, stąd nazywa je łącznie *sovereign external assets* (państwowe aktywa zagraniczne – SEAs) ze względu na fakt, że zarówno SFW, jak i rezerwy walutowe:

- wyrażają odpływ kapitału z krajów rozwijających się do rozwiniętych;
- utrudniają procesy dostosowawcze w krajach nadwyżkowych i deficytowych, przyczyniając się do podtrzymania nierównowag globalnych[97].

7.1. Źródła akumulacji aktywów zagranicznych netto

Akumulacja rezerw może nastąpić w wyniku autonomicznych napływów generujących nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i/lub kapitałowym oraz w wyniku zaciąganych pożyczek (*external borrowing*). Rezerwy zakumulowane

[96] E. Papaioannou i in., *Optimal currency...*

[97] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, sovereign wealth funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena" 2008, vol. 37, no. 3.

z nadwyżek na rachunku obrotów bieżących charakteryzują się mniejszą zmiennością niż rezerwy pochodzące z pożyczek lub napływów kapitału.

W większości przypadków rezerwy pochodzą zarówno z nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, jak i napływu kapitału netto. Można to zapisać jako:

Akumulacja rezerw = napływ kapitału prywatnego netto + bilans obrotów bieżących + rachunek kapitałowy + błędy i opuszczenia

Zapis ten pokazuje, że głównymi determinantami akumulacji rezerw są chęć utrzymania kursu walutowego na określonym poziomie i potrzeba ochrony przed ryzykiem *sudden stop*. Rezerwy są akumulowane w celu przeciwdziałania ciśnieniu aprecjacyjnemu, które powstaje na skutek napływu kapitału, a w konsekwencji procesy dostosowawcze nadwyżek na rachunku obrotów bieżących zostają zablokowane. Nadwyżka w zewnętrznej pozycji płatniczej oznacza także redukcję podatności kraju na szoki zewnętrzne, gdyż kraj jako całość staje się eksporterem netto kapitału, nie będącym uzależnionym od kapitału zagranicznego. Sugeruje to, że determinant akumulacji należy upatrywać właśnie w powyższej tożsamości[98].

Dla zrozumienia istoty zarządzania aktywami zagranicznymi wynikającymi z nadwyżki bilansu CA lub z napływu kapitału netto (*borrowed reserves*) należy przypomnieć tożsamość makroekonomiczną gospodarki otwartej[99]:

$$\Delta R - \Delta F = X - M = S - I,$$

gdzie:

ΔR – akumulacja zagranicznych aktywów rezerwowych (co w tym kontekście oznacza także akumulację zasobów w ramach SWF),

ΔF – zagraniczne przepływy kapitału netto,

$X - M$ – nadwyżka na rachunku CA,

$S - I$ – nadwyżka oszczędności.

Zakres, w jakim akumulacja rezerw odzwierciedla głównie dodatkowe finansowanie zewnętrzne, nie dokonuje się transfer zasobów netto lub (co stanowi ekwiwalent) nie występuje akumulacja netto majątku w aktywach zagranicznych. Taka akumulacja może wystąpić jedynie, kiedy występują oszczędności netto lub (co stanowi ekwiwalent) nadwyżka CA. Wystąpienie nadwyżki CA jest zatem kluczowe dla zrozumienia istoty akumulacji rezerw i SWF. Jeśli nie ma nadwyżki CA (lub jeśli występuje deficyt CA), akumulacja aktywów zagranicznych (dodat-

[98] E. Alberola, J. Serena, *Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies*, „Banco de Espana, Documento de Trabajo" 2007, no. 0706.

[99] Za: S. Griffith-Jones, J. Ocampo, *Sovereign Wealth Funds…*

nie ΔR) może być jedynie postrzegana jako odpowiednik napływów kapitału. Inaczej mówiąc, jeśli odpowiednik rezerw stanowią napływy kapitału netto (a nie nadwyżka CA), w istocie stanowią one „*borrowed reserves*" („rezerwy zapożyczone"). Powyższą tożsamość można także przedstawić jako:

$$S - I = \Delta M - \Delta L - \Delta F,$$

gdzie:

M – stanowi szeroki agregat monetarny,

L – określa pożyczanie ze strony krajowego systemu bankowego.

Zatem, w celu akumulowania aktywów zagranicznych netto napływ kapitału nie może być odzwierciedlony w kreacji aktywów krajowych netto (szeroki agregat monetarny minus pożyczki krajowego systemu bankowego). Jeśli jest odzwierciedlony, napływ kapitału w istocie jest sposobem finansowania dodatkowych krajowych aktywów monetarnych netto, można więc mówić o „*borrowed money supply*" („zapożyczonej podaży pieniądza").

Zatem, trudno jest zracjonalizować powstawanie SWF, gdy nie ma nadwyżek CA. Jeśli SWF powstawałyby na bazie „*borrowed reserves*" (lub szerzej ujmując, „*borrowed money*"), należałoby je traktować w kategoriach pośrednictwa finansowego. Utworzony na bazie napływu kapitału netto fundusz byłby *de facto* międzynarodowym pośrednikiem finansowym, transferującym napływ kapitału w zagraniczne inwestycje. Teoretycznie zatem tworzenie SWF w sytuacji nadwyżki na rachunku kapitałowym ogranicza fakt zmienności przepływów kapitałowych.

7.2. Akumulacja aktywów zagranicznych jako czynnik chroniący przed dostosowaniami wewnętrznymi. Przypadek rezerw walutowych *versus* SWF

Jak wykazano, z perspektywy bilansu płatniczego akumulacja rezerw walutowych jest odpowiednikiem nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i napływu kapitału. Jednakże, z ekonomicznego punktu widzenia istnienie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i napływu kapitału stanowi ekspansywny i inflacyjny szok, którego akomodacja wymaga wewnętrznego dostosowania ekonomicznego. Korekta nadwyżki na rachunku obrotów bieżących lub napływu kapitału netto wymaga aprecjacji realnego kursu walutowego, co pogarsza konkurencyjność i bilans handlowy oraz obniża krajową aktywność. Z perspektywy finansowej, napływ kapitału zwiększa popyt na walutę krajową i przyczynia się do aprecjacji kursu walutowego. Akumulacja rezerw walutowych stanowi barierę dla tych procesów dostosowawczych oraz podtrzymuje nierównowagi krajowe.

W wyniku akumulacji rezerw zwiększa się podaż pieniądza krajowego. Jeśli wzrost podaży pieniądza przewyższa realny popyt na pieniądz, nierównowaga ta generuje ciśnienie inflacyjne, które jest alternatywą dla uruchomienia realnej aprecjacji kursu. Próbując przeciwdziałać tym zjawiskom, wzrost rezerw jest z reguły sterylizowany. Jednocześnie dostosowawczy kanał kursowy zostaje wygaszony.

Makroekonomiczny wpływ SWF nie różni się zbytnio, jednak niektóre koszty zostają pominięte. W przypadku *commodity* – SWF, nadwyżka na rachunku obrotów bieżących jest wynikiem pozytywnego szoku *terms of trade* (TOT). Polepszenie perspektyw ekonomicznych w następstwie pozytywnego szoku może również pociągać za sobą wzrost napływu kapitału, poszukującego wyższej stopy zwrotu. Szok TOT generuje wzrost realnego dochodu krajowego, który przekłada się następnie na wzrost wydatków na krajowe i zagraniczne dobra. Powoduje to wzrost popytu i ciśnienia inflacyjnego. Proces dostosowawczy wymaga realnej aprecjacji waluty – albo poprzez krajową inflację, albo aprecjację nominalnego kursu walutowego. Aprecjacja ta ponownie zmienia popyt w kierunku importu i obniża popyt na towary krajowe oraz redukuje zewnętrzną nadwyżkę. Jest to naturalny proces dostosowawczy, ale jego działanie zależy od tego, jak oraz w jakim zakresie wzrost dochodu jest efektywnie transferowany do krajowej gospodarki. Rola SWF w tym aspekcie jest istotna. Jeśli bowiem zasoby finansowe – dochody eksportowe generowane przez przedsiębiorstwa państwowe – wynikające z szoku TOT powiększają zasoby SWF, ich wpływ krajowy jest wygładzony (działają na zasadzie „filtru"). Wpływ krajowego popytu oraz nacisków inflacyjnych i kursowych jest także zredukowany. Należy zauważyć, że ten mechanizm także chroni gospodarkę przez dostosowaniami. Tak długo, jak utrzymują się wysokie ceny *commodities* (utrzymuje się szok TOT), gospodarka jest wytrącona ze swojego stanu długookresowej równowagi, kurs walutowy pozostaje niedopasowany, nadwyżka płatnicza pozostaje wysoka. Akumulacja aktywów w ramach SWF wygładza proces dostosowawczy, a nawet go opóźnia do momentu, gdy cykl cen *commodities* nie ulegnie odwróceniu.

Można więc powiedzieć, że powyższy mechanizm jest podobny do mechanizmu rezerw walutowych. Jednak, w przeciwieństwie do akumulacji rezerw, akumulacja aktywów zagranicznych w ramach SWF nie pociąga za sobą automatycznego wzrostu bazy monetarnej, nie wymaga sterylizacji, zatem omija krajowe koszty monetarne i finansowe przypisane rezerwom walutowym. Ograniczenia krajowe akumulowania aktywów w ramach SWF są więc mniejsze niż w przypadku rezerw walutowych i – jak długo ceny *commodities* utrzymują się na wysokim poziomie – gospodarka może „swobodniej" akumulować aktywa zagraniczne.

8. Koszty i ryzyka wynikające z polityki akumulacji rezerw walutowych

Koszty akumulowania rezerw walutowych należy odnieść do kraju akumulującego rezerwy, kraju emitującego walutę rezerwową oraz globalnie.

8.1. Koszty i ryzyka dla kraju akumulującego rezerwy

Akumulacja rezerw walutowych stanowi dla kraju koszt alternatywny (*opportunity cost*) związany z rezygnacją z części akumulacji rzeczowej lub konsumpcji. „Dotkliwość" tego kosztu rośnie w przypadku krajów *emerging markets*, z reguły cierpiących na chroniczny niedobór kapitału przeznaczanego na inwestycje rzeczowe i środków na konsumpcje[100]. W badaniach empirycznych nie ma jednorodnego podejścia do metody badania kosztu alternatywnego. Najczęściej przyjmuje się, że stanowi go krańcowy produkt krajowego kapitału[101], dla którego istotne znaczenie ma poziom krajowej stopy procentowej. Z powodu asymetrii informacji inwestycje międzynarodowe są z reguły poniżej poziomu, jaki byłby możliwy do osiągnięcia w sytuacji pełnej informacji, a krańcowy produkt kapitału przekracza koszty zaciągania pożyczek na rynkach globalnych[102]. Zatem, krajowa stopa procentowa stanowi dolną granicę kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw. W konsekwencji, literatura dotycząca popytu na rezerwy zaczęła traktować go w kategoriach wymienności (*trade off*) między korzyścią większej swobody realizacji polityki gospodarczej a kosztem utrzymywania, co znajduje odzwierciedlenie w różnicy między stopą zwrotu z krajowych i zagranicznych inwestycji. Dlatego też większość studiów empirycznych jako miarę kosztu alternatywnego przyjmuje różnicę między krajową stopą procentową a oprocentowaniem porównywalnych walorów na amerykańskim

[100] B. Liberska (red.), *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, PWE, Warszawa 2001.

[101] M. Williams, *Foreign exchange reserves – how much is enough?*, „BIS Review" 2006, no. 1. Interesująca dyskusja dotycząca różnych metod szacowania kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw znajduje się w: *Reserve accumulation and international monetary stability*, Paper prepared by the Strategy, Policy and Review Department, IMF, 2010. W polskiej literaturze przedmiotu o koszcie alternatywnym utrzymywania rezerw pisze: M. Dąbrowski, *Akumulacja rezerw dewizowych przez kraje na średnim poziomie rozwoju – przezorność czy merkantylizm*, [w:] A. Wojtyna (red.), *Dostosowania makroekonomiczne i mikroekonomiczne w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach finansowych*, PWE, Warszawa 2009; K. Rybiński, *Zarządzanie rezerwami walutowymi*, [w:] A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.

[102] A. Ben-Bassat, D. Gottlieb, *On the effect of opportunity cost on international reserve holdings*, „Review of Economics and Statistics", May 1992.

rynku finansowym. Jak wskazują J. Aizenman i inni[103], koszt alternatywny może nie być odpowiednio mierzony ze względu na brak przejrzystości kompozycji rezerw. Ponadto do początku lat 90. większość krajów *emerging market* nie miała rynkowo determinowanych krajowych stóp procentowych, a także, standardowa metoda mierzenia kosztu alternatywnego nie uwzględnia kosztu zakupu walut rezerwowych, co istotnie zależy od premii od ryzyka kraju i dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych.

De Beaufort Wijnholds w swoich badaniach uznaje, że dla zmierzenia kosztów akumulacji rezerw istotna jest przyjęta perspektywa: w tym celu rozróżnia perspektywę makroekonomiczną (która nie dokonuje rozróżnienia między sektorem prywatnym a publicznym) oraz perspektywę bilansu (która koncentruje się na bilansie banku centralnego). W ten sposób koszty akumulowania rezerw walutowych dzieli na koszty makroekonomiczne i finansowe[104]. Do kosztów makroekonomicznych należą przegrzanie gospodarki i inflacja, jako efekt zwiększonej płynności w gospodarce. W przypadku krajów akumulujących rezerwy z motywu merkantylistycznego, silny wzrost eksportu, wspierany boomem inwestycyjnym, będące konsekwencjami konkurencyjnego, niedoszacowanego kursu walutowego, mogą prowadzić do przegrzania gospodarki i nacisku inflacyjnego, nie tylko w odniesieniu do sektora dóbr i usług, ale także do realnych i finansowych aktywów.

Wpływ polityki akumulacji na inflację zależy niewątpliwie od zakresu operacji sterylizacyjnych. Są jednak przesłanki przemawiające za wzrostem inflacji w warunkach sterylizacji. Ponieważ operacje sterylizacyjne zwiększają poziom długu krajowego, decydenci polityczni mogą odczuwać pokusę redukowania nominalnej wartości długu poprzez zaskoczenie inflacyjne. Zatem, wzrastający dług krajowy może powodować problem zobowiązania banku centralnego (*commitment problem*) i prowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych[105].

Uwzględniając specyfikę gospodarek akumulujących rezerwy, w szczególności ich słabo rozwinięte rynki finansowe, pojawia się ryzyko boomów na rynkach aktywów, trudności w zarządzaniu polityką monetarną, segmentacja rynku długu publicznego[106]. Dla krajów tych istnieje także zagrożenie zastosowania środków protekcji przez partnerów handlowych.

Koszty finansowe związane są ze sterylizacją (koszty sterylizacji) i stratą kapitałową, wynikającą z potencjalnej aprecjacji walut narodowych wobec waluty rezerwowej, i znajdują odzwierciedlenie w bilansie banku centralnego. Koszty te mogą być o tyle dotkliwe, że w przypadku większości azjatyckich

[103] J. Aizenman, N. Marion, *International reserve holdings...*
[104] J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation…*
[105] G. Calvo, *The perils of sterilization*, IMF Staff Papers 38, vol. 4/1991.
[106] *The accumulation of foreign reserves*, ECB, Occasional Paper Series, no. 43/2006.

banków centralnych realizujących politykę akumulacyjną aktywa zagraniczne przewyższają ich bazę kapitałową.

Należy zauważyć, że jak wskazuje A. Sławiński, bank centralny nie może zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym (ryzykiem aprecjacji waluty), ponieważ formą takiego zabezpieczania się byłoby sprzedawanie walut obcych w transakcjach terminowych, co powodowałoby aprecjację waluty krajowej na rynku terminowym, a arbitraż, jaki występuje między rynkiem terminowym a kasowym, wzmagałby jej aprecjację na rynku kasowym[107].

Sterylizacyjny zakup aktywów rezerwowych jest kosztem dla banku centralnego, który nabywa relatywnie nisko oprocentowane aktywa zagraniczne, emitując (lub sprzedając) relatywnie wyżej oprocentowane aktywa krajowe. Koszt ten (zwany też fiskalnym) rośnie wraz z upływem czasu – władza monetarna musi oferować coraz wyższe oprocentowanie, aby skłonić inwestorów do nabywania papierów wartościowych od banku centralnego. W tym sensie strategia inwestycyjna krajów akumulujących rezerwy jest przeciwieństwem strategii inwestycyjnej typu *carry trades*[108]. Nie dotyczy to Japonii (w mniejszym stopniu Chin) – kraje, których stopy procentowe są niższe niż stopy procentowe krajów emitujących aktywa rezerwowe, odnoszą korzyść w postaci dochodu netto z inwestycji, dlatego też nazywane są publicznymi *carry trades* (*public carry trades*)[109].

Zakres, w jakim operacje sterylizacyjne przyczyniają się do wzrostu stóp procentowych, może wpływać na dalszy wzrost napływu kapitału. W niektórych przypadkach, kiedy udaje się utrzymać krajowe stopy procentowe na niskim poziomie, koszty sterylizacji mogą (przynamniej przez pewien czas) być minimalne lub nawet ujemne.

W praktyce politykę sterylizacji bank centralny może prowadzić na dwa sposoby:

– albo poprzez redukcję krajowych aktywów netto. Może tego dokonać za pomocą instrumentów rynkowych – w drodze emisji bonów pieniężnych lub skarbowych, wykorzystania transakcji repo, swap i *overnight deposit facility* oraz instrumentów nierynkowych – w drodze składania depozytów rządowych na rachunku banku centralnego lub sprzedaży rezerw rządowi (np. w celu redukcji zadłużenia zagranicznego);

– albo poprzez wzrost depozytów banków na rachunku rezerwy obowiązkowej (co podnosi bazę monetarną, ale nie zwiększa pieniądza w cyrkulacji).

---

[107] A. Sławiński, *Rynki...*

[108] Opierającej się na pożyczaniu w walutach nisko oprocentowanych i inwestowaniu w walutach wysoko oprocentowanych.

[109] K. Dominquez i in., *International reserves and the global financial crisis*, NBER Working Paper Series, no. 17 362, August 2011.

We wszystkich tych wariantach wzrost pieniądza w cyrkulacji jest mniejszy niż wzrost rezerw (częściowa akumulacja) lub zerowy (całkowita sterylizacja)[110].

Problem sterylizacji zakupu aktywów rezerwowych w przypadku krajów realizujących bardzo aktywną politykę akumulacji polega na trudności w znalezieniu odpowiedniej techniki sterylizacji, która mogłaby służyć do absorpcji nadmiernej płynności.

Jak wskazuje E. Alberola i inni, rodzaj papierów wartościowych, w oparciu o które sterylizacja jest przeprowadzana, wpływa na jej koszty. Jeśli jest ona przeprowadzana na instrumentach banku centralnego, powstaje problem efektu „wypychania" („*crowding-out*") i redukcji kredytu dla sektora prywatnego, co powoduje wzrost oprocentowania kredytów dla tego sektora, generuje zaburzenia w funkcjonowaniu krajowego systemu bankowego i nawet może zagrozić stabilności finansowej w kraju, jeśli portfel krajowych pośredników finansowych jest zbytnio obciążony instrumentami pochodzącymi ze sterylizacji, przez co spadają inne inwestycje (przypadek Argentyny). Sterylizacja przeprowadzana w oparciu o papiery własne banku centralnego prowadzi do segmentacji rynku, z negatywnymi konsekwencjami dla płynności i skali obrotów na krajowych rynkach obligacji. Z kolei, jeśli sterylizacja jest prowadzona w oparciu o rządowe papiery dłużne, powstaje inny problem, jakim jest potencjalny konflikt między polityką monetarną a fiskalną i ewentualnym wpływem polityki fiskalnej na działania banku centralnego[111].

Problemy wynikające ze sterylizacji różnią się zatem w zależności od zastosowanej techniki. Sterylizacja przeprowadzona w oparciu o instrumenty rynkowe powoduje wzrost długu banku centralnego (część znajduje odzwierciedlenie w cenach, a część powoduje zaburzenia w systemie finansowym, które są trudne do zidentyfikowania) oraz wzrost stóp procentowych (jeśli podaż funduszy przewyższa popyt na nie). Zarówno wzrost długu, jak i stóp procentowych generują potencjalne ryzyko monetyzacji długu.

Inną możliwością jest podniesienie wymogu rezerwy obowiązkowej, co obniżyłoby nadmierną płynność sektora bankowego. Jednakże podniesienie rezerwy obowiązkowej jest rozwiązaniem parapodatkowym, powodującym zniekształcenie w systemie bankowym. Powoduje poszerzenie korytarza między stopami kredytowymi a depozytowymi w systemie bankowym, a także pogorszenie pozycji sektora bankowego wobec niebankowych instytucji finansowych. Może to prowadzić do spadku udziału sektora bankowego w pośrednictwie finansowym. Z kolei bezpośrednia kontrola kredytów redukuje efektywność alokacji zasobów.

Sterylizacja prowadzona w oparciu o instrumenty polityki fiskalnej nie powoduje bezpośrednich zniekształceń w gospodarce, jednak ogranicza niezależność banku centralnego. Przeprowadzanie sterylizacji w oparciu o składanie

[110] E. Alberola, J. Serena, *Global financial integration…*
[111] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, sovereign wealth…*

depozytów rządowych w banku centralnym może powodować gwałtowny wzrost bazy monetarnej w sytuacji nieprzewidzianego, nagłego wycofania depozytu.

Polityka sterylizacyjna banku centralnego jest więc determinowana dwoma zasadniczymi czynnikami:

– po pierwsze, związek między wzrostem bazy monetarnej a ekspansją kredytu i naciskami inflacyjnym nie jest identyczny we wszystkich krajach, w dużym stopniu zależy od natury krajowego systemu finansowego i krajowego wzrostu gospodarczego. W gospodarkach, gdzie posiadacze gotówki mają skłonność deponowania jej w bankach komercyjnych oraz gdzie jest dobrze rozwinięty krajowy system bankowy, zdolny do transferowania krajowych oszczędności we wzrost kredytu, wywołującego nacisk inflacyjny i boomy na rynkach aktywów, akumulacja rezerw może generować więcej problemów przy realizacji celów polityki pieniężnej niż w kraju, w którym krajowy system bankowy jest słabiej rozwinięty. Poniekąd w rekompensacie, im głębszy krajowy system finansowy, tym większy zakres potencjalnych technik sterylizacyjnych;

– po drugie, jeśli gospodarka rozwija się w szybkim tempie, popyt na pieniądz jest wysoki, co osłabia wzrost cen. Zatem w niektórych przypadkach władza monetarna nie stoi przed dylematem wymienności (*trade-off*) między implementacją autonomicznej polityki monetarnej a przyzwoleniem na wzrost napływu kapitału[112].

Jednak w przeciwieństwie do tego, co może podpowiadać intuicja, badania empiryczne wykazały, że sterylizacja interwencji jest bardziej efektywna w krajach *emerging markets* niż w gospodarkach rozwiniętych, wysoce zintegrowanych z globalnymi rynkami kapitałowymi[113].

Akumulacja rezerw walutowych może także sprzyjać wyłonieniu się krajowych nierównowag (*domestic imbalances*), szczególnie jeśli nie jest całkowicie sterylizowana i generuje nadmierną płynność. Od strony podaży kredytu, utrzymująca się nadmierna płynność może zachęcać krajowych pośredników finansowych do rozluźniania oceny zdolności kredytowej potencjalnych kredytobiorców i ich łatwiejszego dostępu do kredytu. Od strony popytu na kredyt, rozluźniona polityka pieniężna wywiera nacisk na spadek stóp procentowych i zachęca do zwiększania krajowych inwestycji zarówno w sektorze *tradables*, jak i nieruchomości. W tym kontekście wyłaniają się krajowe nierównowagi, które rodzą negatywne implikacje dla średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego.

Nierównowagi monetarne mogą wynikać także z faktu, że duża skala krótkoterminowych pasywów banku centralnego wystawia bank centralny na ryzyko przyszłych fluktuacji stóp procentowych.

Nierównowagi w sektorze finansowym jako konsekwencja polityki akumulacyjnej mogą powstawać kilkoma kanałami. Pierwszym kanałem jest zwiększo-

---

[112] E. Alberola, J. Serena, *Global financial integration…*

[113] Por. P. Disyatat, G. Galati, *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market economies*, „BIS Papers" 2005, no. 24.

na akcja kredytowa sektora bankowego (szczególnie wzrost udzielanych kredytów hipotecznych) jako efekt zwiększonej płynności w sektorze bankowym, wspierana środowiskiem niskiej inflacji i niskich stóp procentowych. Drugim może być kanał oczekiwań przyszłej aprecjacji kursu walutowego, powodujący dodatkowe napływy kapitału i prowadzący do wzrostu cen akcji. Efekt ten może prowadzić do substytucji walutowej i niezabezpieczonego pożyczania w walucie zagranicznej.

Duża skala sterylizacji w oparciu o instrumenty dłużne – rządowe i własne banku centralnego – utrudnia rozwój prywatnego rynku obligacji, następuje „wyparcie" emisji prywatnych. W przeciwieństwie, w krajach, w których wyjściowa emisja publicznych instrumentów dłużnych jest relatywnie mała, emisja instrumentów służących celom sterylizacyjnym może pomóc rozwojowi krajowego rynku obligacji.

Biorąc pod uwagę rolę zarządzania kursem walutowym jako motyw akumulacji, należy zauważyć niemożliwość pogodzenia celu kursowego z realizacją autonomicznej polityki monetarnej w warunkach coraz większej mobilności przepływów kapitału. W długim okresie zarządzanie kursem walutowym, poprzez politykę akumulacji rezerw, musi oznaczać utratę kontroli nad celami krajowej polityki monetarnej.

Kolejnym kosztem akumulacji rezerw jest ryzyko kursowe, związane z aprecjacją waluty krajowej w stosunku do waluty rezerwowej. Strata kapitałowa znajduje odbicie w zmniejszonych wpływach budżetowych, w obliczu czego rząd może zwiększyć podatki lub obniżyć wydatki, ewentualnie monetyzować dług publiczny, zwiększając inflację. Koszt ten w przypadku krajów azjatyckich może okazać się znaczny – szacunki wykazują, że – biorąc pod uwagę stan rezerw na koniec 2003 r., 10-procentowa aprecjacja dolara singapurskiego wobec USD przełożyłaby się na stratę kapitałową sięgającą 10% PKB, przypadku Chin strata ta sięgałaby ok. 3%.

Niejednoznaczna jest natomiast ocena empiryczna wysokości straty kapitałowej (*valuation loss*), która może wpłynąć na trwałość polityki akumulacyjnej (*sustainability of accumulation policy*). Zdaniem M. Mohanty'ego i innych, bezpośrednie konsekwencje ekonomiczne takiego scenariusza byłyby ograniczone. Strata kapitałowa nie ogranicza zdolności banku centralnego do interweniowania (sprzedaży waluty krajowej w celu ograniczenia dalszej aprecjacji), a ponadto siły nabywczej zakumulowanych aktywów zagranicznych w stosunku do towarów zagranicznych. O ile sektor prywatny i rządowy są pożyczkodawcami netto (*net borrowers*) w walucie zagranicznej, aprecjacja waluty redukuje ich ciężar długu netto. Jednak, strata kapitałowa może mieć znaczenie ze względu na to, że obniża wiarygodność i niezależność banku centralnego[114].

[114] M. Mohanty, P. Turner, *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?*, „BIS Quarterly Review", September 2006.

Większość badań koncentruje się na fiskalnym koszcie utrzymywania rezerw, który jest wynikiem przeprowadzanych operacji sterylizacyjnych z użyciem instrumentów rynkowych[115]. Koszt fiskalny jest determinowany dyferencjałem stóp procentowych między zwrotem z aktywów i pasywów.

Ciekawą optykę problemu kosztów dla kraju akumulującego rezerwy proponuje D. Rodrik. Wychodząc z założenia, że akumulacja rezerw jest kosztem, zastanawia się, dlaczego kraje zakumulowały rezerwy, skoro mniejszym kosztem byłaby redukcja krótkoterminowego zadłużenia. Jest to o tyle zagadkowe, że nawet jeśli Chiny realizują strategię wspierania konkurencyjności sektora eksportowego (a więc akumulacji nie tłumaczy się wyłącznie motywem przezornościowym), akumulacja rezerw jest niezbędną konsekwencją takiej strategii tylko wówczas, gdy nie można powstrzymać napływu kapitału.

Różnicę między dochodowością płynnych aktywów rezerwowych utrzymywanych przez bank centralny a kosztem zaciągania pożyczek zagranicznych przez sektor prywatny D. Rodrik nazywa społecznym kosztem akumulacji (*social cost*). Według szacunków przeprowadzonych w 2006 r. społeczny koszt rezerw, łącznie dla wszystkich krajów rozwijających się, wynosi ok. 1% PKB rocznie[116].

Wprowadzenie przez D. Rodrika koncepcji społecznego kosztu akumulacji rezerw wynika z przyjęcia założenia, że kraj akumulujący rezerwy prowadzi strategię wypełniania reguły Greenspana-Guidottiego[117]. Społeczny koszt akumulacji rezerw według D. Rodrika niesie za sobą trzy konsekwencje:

– próba wypełnienia przez kraj reguły Greenspana-Guidottiego oznacza, że nawet jeśli proces transferu kapitału jest zainicjowany przez zaciągnięcie pożyczki za granicą, w efekcie gospodarka nie odnotowuje transferu netto z zagranicy. Wzrost pasywów zagranicznych sektora prywatnego jest równoważony wzrostem aktywów zagranicznych banku centralnego;

– zaciąganie krótkoterminowej pożyczki za granicą nie zwiększa całkowitych możliwości inwestycyjnych sektora prywatnego. Wynika to z faktu, że

---

[115] Por. D. Hauner, *A fiscal price tag for international reserves*, IMF Working Paper 05/81, 2005; L. Summers, *Reflections on global account imbalances and emerging market reserve accumulation*, L. K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, 2006; D. Rodrik, *The social cost...*

[116] D. Rodrik, *The social cost…*

[117] D. Rodrik tłumaczy to w następujący sposób: Załóżmy, że krajowe przedsiębiorstwo zaciąga krótkoterminową pożyczkę zagranicą w wysokości 1 mln USD. Bank centralny musi zwiększyć rezerwy odpowiednio o tę kwotę. Bank centralny dokonuje więc zakupu waluty zagranicznej na krajowym rynku finansowym w celu zainwestowania w zagraniczne aktywa. W celu sterylizacji efektu interwencji dokonuje sprzedaży krajowych aktywów sektorowi prywatnemu. Po zakończeniu transakcji, krajowy sektor prywatny posiada 1 mln USD krajowych aktywów, bilansujące 1 mln USD pasywów zagranicznych, podczas gdy bank centralny posiada 1mln USD aktywów zagranicznych w rezerwach walutowych oraz 1 mln USD mniej krajowych aktywów.

sektor prywatny w końcowym efekcie jest w posiadaniu dodatkowych papierów rządowych, odpowiadających zaciągniętej pożyczce zagranicznej;

– z zagregowanego bilansu sektora prywatnego i publicznego wynika, że efekt netto dla gospodarki jest taki, że zaciągnięto krótkoterminową pożyczkę zagraniczną i zainwestowano w krótkoterminowe aktywa zagraniczne.

Ostatnia konsekwencja odzwierciedla dokładnie sposób rozumowania dla określenia społecznego kosztu akumulacji. Z każdego dodatkowego 1$ zakumulowanego w rezerwach w celu przestrzegania reguły Guidottiego-Greenspana gospodarka płaci koszt społeczny odpowiadający różnicy między kosztem krótkoterminowej pożyczki zagranicznej a stopą zwrotu z zagranicznych aktywów, będących w posiadaniu banku centralnego.

D. Rodrik stawia więc pytanie: jeśli krótkoterminowe zadłużenie jest tak kosztowne, pociągając za sobą konieczność ubezpieczania się w drodze akumulacji rezerw, czy nie byłoby prostsze w pierwszej kolejności redukować zadłużenie? Tymczasem kraje rozwijające się nie dokonują redukcji zadłużenia – połowa krajów *emerging markets* miała wyższy poziom krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego w stosunku do PKB w 2004 r., w porównaniu z rokiem 1990. W ujęciu zagregowanym, średni wskaźnik zadłużenia do PKB wzrósł w krajach *emerging markets* z 5,4(6,5) do 6,1(8,4)% w ujęciu ważonym (nieważonym) w okresie 1990–2004, podczas gdy wskaźniki rezerw do PKB oraz rezerw do zadłużenia wzrosły trzykrotnie[118]. W świetle tego D. Rodrik formułuje tezę, że kraje *emerging markets* przeinwestowały realizując kosztowną strategię akumulacji rezerw i niedoszacowały korzyści z zarządzania liberalizacją rachunku kapitałowego, która powinna być tak prowadzona, aby redukowała krótkoterminowe pasywa. Nie ulega wątpliwości, że zwiększanie zadłużenia ma swoje korzyści (np. prowadzi do polepszenia *risk sharing*, usprawnia pośrednictwo finansowe, zwiększa inwestycje krajowe), ale nie ma badań empirycznych wskazujących na takie korzyści w przypadku zadłużenia krótkoterminowego krajów *emerging markets*. Jedynym uzasadnieniem może być to, że zadłużenie krótkoterminowe jest korzystniejsze finansowo, ponieważ transferuje większe ryzyko na kredytobiorcę.

W ujęciu teoretycznym, kategoria kosztu społecznego D. Rodrika może się wydawać porównywalna do kategorii kosztu fiskalnego oraz kategorii kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw. W badaniach empirycznych kategorie te wyraźnie się jednak dywersyfikują. Koszt fiskalny jest rozpatrywany z perspektywy sektora publicznego i w jego przypadku istotny jest *spread* między oprocentowaniem krajowych aktywów a dochodowością aktywów rezerwowych (mierzony we wspólnej walucie). Koszt alternatywny jest rozpatrywany w literaturze jako zmniejszony zasób publicznego kapitału, co jest trudne empirycznie do uchwycenia. Z kolei koncepcja D. Rodrika nie traktuje kosztu akumulacji

[118] D. Rodrik, *The social cost…*

w kategoriach „jednego dodatkowego USD dla inwestycji publicznych, lecz jednego USD mniej krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego”[119]. Społeczny koszt akumulacji, podobnie jako koszt alternatywny, jest trudniejszy empirycznie do zbadania niż koszt fiskalny ze względu na to, że większość krótkoterminowych pożyczek zagranicznych sektora prywatnego jest dokonywana za pośrednictwem banków komercyjnych, gdzie warunki finansowania często nie są publicznie udostępniane.

Słabością koncepcji D. Rodrika jest, zdaniem Ch. Wyplosza, nieuwzględnienie kosztu alternatywnego związanego z innymi możliwymi zastosowaniami walut zagranicznych utrzymywanych w postaci rezerw[120].

Akumulacja rezerw jest kanałem transmisyjnym globalnej płynności na krajowe ceny aktywów. Badania empiryczne MFW[121] potwierdzają istnienie silnego związku między ekspansją globalnej płynności a cenami aktywów. Badania te wykazują, że zarówno wzrastającej krajowej, jak i globalnej płynności towarzyszą rosnące stopy zwrotu z kapitału akcyjnego. Co ciekawe, mechanizm transmisyjny jest silniejszy w przypadku gospodarek o stałym kursie walutowym. Pokrywa się to z wnioskami, że wpływ wzrastających rezerw na poziom cen jest szczególnie widoczny w stałych reżimach kursowych[122].

E. Dorrucci i inni zwracają uwagę, że na poziomie krajowym akumulacja rezerw może generować średniookresowe zniekształcenia, ryzyka i koszty. W szczególności polityka ta może:

– utrudnić realizowanie polityki monetarnej ukierunkowanej na stabilność cen (*stability-oriented monetary policy*), jeśli polityka monetarna w kraju kotwicy jest bardziej ekspansywna niż wymaga tego polityka krajowa;

– krępować rynkowe impulsy transmisji polityki monetarnej i rozwój krajowych rynków finansowych;

– zniekształcać alokację zasobów, hamować rozwój sektora usług i ograniczać konsumpcję i zatrudnienie, poprzez faworyzowanie sektora *tradables*, ze szkodą dla sektora *nontradables*;

– wpływać na dystrybucję dochodów i wzrost konsumpcji poprzez niekorzystny wpływ na sektor gospodarstw domowych, w wyniku sztucznie zaniżonego oprocentowania depozytów w słabo rozwiniętej finansowo gospodarce[123].

---

[119] *Ibidem.*

[120] C. Wyplosz, *The foreign reserve buildup: business as usual?*, Paper presented at the Workshop on debt, finance and emerging issues in financial integration, at the Commonwealth Secretariat, London, March 2007.

[121] *Global liquidity expansion: effects on receiving economies and policy response options*, [w:] *Global financial stability report,* MFW, World Economic and Financial Surveys, April/2010.

[122] A. Steiner, *Central banks' dilemma: reserve accumulation, inflation and financial instability*, University of Mannheim, CDSE, Discussion Paper, no. 102, September 2010.

[123] E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123, February 2011.

W analizie krajowych implikacji polityk akumulacyjnych, EBC dokonuje rozróżnienia na potencjalne ryzyka i koszty akumulacji rezerw oraz eksponuje czynniki sprzyjające ich wyłonieniu się. Syntetycznym ujęciem wyników tych badań jest tabela 24.

Tabela 24. Potencjalne ryzyka i koszty akumulacji rezerw

Wyszczególnienie	Potencjalne ryzyka lub koszty	Czynniki sprzyjające
Ryzyko	1. Konflikt między stabilnością kursową i nieadekwatnym rozluźnianiem warunków pieniężnych, co może prowadzić do inflacji i/lub przeinwestowania i/lub bąbli	Nieudana sterylizacja, wynikająca z: – słabo rozwiniętych rynków finansowych i braku instrumentów sterylizacji – „Efektu kuli śnieżnej" (*Snowball efects*) – wyższe stopy procentowe wynikające ze sterylizacji, w połączeniu z oczekiwaniami aprecjacji kursu wywołują masowe napływy kapitału, zmuszając bank centralny do dalszej interwencji/sterylizacji
Ryzyko	2. Trudności banku centralnego w zarządzaniu rynkiem pieniężnym i implementacją polityki monetarnej	Nadmierna zależność banku centralnego od operacji absorbujących płynność, podczas gdy rynkiem pieniężnym łatwiej się steruje poprzez operacje dostarczające płynność
Ryzyko	3. Segmentacja rynku długu publicznego, osłabiająca jego płynność	Nadmierna sterylizacja poprzez emisję papierów własnych banku centralnego, zamiast papierów skarbowych
Ryzyko	4. Ryzyko rynkowe (walutowe i stopy procentowej), prowadzące do potencjalnie dużych strat kapitałowych w bilansie banku centralnego	Potencjalna rewaluacja /aprecjacja waluty, która materializuje się kiedy interwencje się kończą lub przestają być efektywne, ryzyko stopy procentowej
Koszt	1. Koszt sterylizacji	Dochodowość krajowych instrumentów przewyższa dochodowość aktywów zagranicznych
Koszt	2. Obawy dotyczące zyskowności sektora bankowego	Ze względu na kontrole dotyczące zaciągania pożyczek, sektor bankowy może nie mieć alternatywy dla zakupywania niskooprocentowanych papierów wykorzystywanych w operacjach sterylizacyjnych

Źródło: *The accumulation…*

8.2. Zagrożenia i ryzyka dla kraju emitującego walutę rezerwową i międzynarodowego systemu walutowego

Podstawowe zagrożenie dla kraju emitującego walutę rezerwową wynika z faktu, że skoncentrowany popyt na krajową walutę może obniżać realne stopy procentowe w kraju emitencie poniżej poziomu, który byłby przy braku globalnych przepływów kapitałowych (*autarktic rate*). Może to stanowić bodziec do obniżenia stopy oszczędności – zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym. Napływ kapitału z zagranicy zwiększa podaż kredytu w gospodarce.

W ujęciu międzynarodowym akumulacja rezerw walutowych staje się kluczowym czynnikiem implikującym alokację globalnych przepływów kapitałowych. Zjawisko akumulacji rezerw jest symptomem problemów ze względu na to, że:

– ujawnia preferencje krajów do ubezpieczania się (przed potencjalnym kryzysem walutowym, finansowym) niż do polegania na działaniu multilateralnych mechanizmów dostosowawczych. Im większa skłonność krajów do samoubezpieczania się (*self-insurance*), tym mniejszy bodziec do wypracowywania multilateralnych rozwiązań;

– ujawnia nierównowagi w stopach oszczędności oraz kształtowaniu się kursów walutowych, szczególnie pomiędzy USA a krajami azjatyckimi. Stanowi zatem jedną z koncepcji zjawiska globalnej nierównowagi płatniczej.

Dla gospodarki światowej – akumulacja rezerw jest postrzegana jako zniekształcenie, tworzące „*externalities*" mogące stanowić zagrożenie dla stabilności finansowej. Akumulacja rezerw może stanowić źródło globalnej niestabilności finansowej przez to, że:

– tworzy zniekształcenia na rynku cen aktywów;

– tworzy niestabilność kursów walutowych, gdyż rynki spekulują odnośnie oficjalnej zmiany w strukturze walutowej portfela rezerw;

– zniekształca globalne przepływy kapitału w kierunku „centrum", obniżając korzyści z liberalizacji rachunku kapitałowego dla innych krajów;

– powoduje niepewność rynkową, co może być szczególnie destabilizujące, jeśli występuje koncentracja geograficzna akumulowanych aktywów walutowych.

Zniekształcenia na rynku cen aktywów finansowych mogą się pojawić jako wynik wpływu akumulacji rezerw na dochodowość walorów, w których lokowane są rezerwy. Wpływ ten (hipoteza tzw. *global portfolio balance effect*) może być tym silniejszy, im większy stopień integracji lokalnych rynków finansowych z rynkiem globalnym i im większa substytucyjność lokalnych i międzynarodowych aktywów finansowych.

Podstawowe zagrożenie dla gospodarki światowej polega na możliwości wygenerowania ryzyka systemowego *sudden stop* – nagłego odejścia od akumulacji aktywów dolarowych i zdywersyfikowania portfela rezerw. Jest to zagroże-

nie o tyle istotne, że zagraniczne banki centralne i akumulowane przez nie rezerwy odgrywają coraz większą rolę w finansowaniu amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących.

Ryzyko nagłej dywersyfikacji rezerw generuje niestabilność międzynarodowych rynków walutowych i staje się katalizatorem gwałtownych ruchów kursowych. Zdywersyfikowanie portfela rezerw, zmierzające do zmniejszania udziału USD miałoby wpływ na gospodarkę amerykańską i globalnie. Zmiana struktury walutowej rezerw, na skutek deprecjacji USD, przyczyniłaby się do spadku inwestycji, konsumpcji, wzrostu stóp procentowych i spowolnienia gospodarki amerykańskiej. Alternatywą dla spadku popytu na aktywa dolarowe ze strony banków centralnych mógłby być wzrost popytu ze strony inwestorów prywatnych. Istnieje jednak obawa, że dywersyfikacja portfela rezerw ze strony banków centralnych stałaby się czynnikiem przyspieszającym analogiczną dywersyfikację ze strony innych podmiotów sektora publicznego i sektora prywatnego. Konsekwencje dywersyfikacji rezerw byłyby odczuwalne zarówno przez wierzycieli, jaki i dłużników, efekty odczuwalne byłby na rynkach towarowych, usługowych i finansowych. Szczególnie niebezpieczne mogłoby być ryzyko deflacji wynikające z zawężenia skali akumulacji rezerw.

Dyskusyjny jest natomiast wpływ akumulacji rezerw na globalne ciśnienie inflacyjne/deflacyjne. Nadmiar rezerw odzwierciedla nadpłynność gospodarki światowej i może skutkować wzrostem globalnej inflacji. Mechanizmem, który mógłby spowodować globalny nacisk inflacyjny, jest kreacja krajowej bazy monetarnej jako wynik oficjalnych transakcji skupu dewiz z krajowego rynku walutowego. Ponieważ jednak akumulacja rezerw jest ograniczona do pewnej grupy krajów, a banki centralne sterylizują wzrost bazy monetarnej, prawdopodobieństwo globalnego nacisku inflacyjnego jest ograniczone.

A. Steiner[124] analizuje wpływ akumulacji rezerw na generowanie nacisku inflacyjnego/deflacyjnego od strony podaży rezerw. Wychodząc z założenia, że zmiany w podaży rezerw mają także istotny wpływ na poziom cen, analizuje ten wpływ w zależności od stosowanego reżimu kursowego. Jest to o tyle istotne, że niewiele walut jest wykorzystywanych w funkcji aktywów rezerwowych. Zatem, popyt na rezerwy ze strony banków centralnych jest ograniczany przez skłonność FED do zwiększania podaży USD. W warunkach reżimu płynnego, stała podaż rezerw w połączeniu z globalną akumulacją rezerw obniża podaż pieniądza w kraju waluty rezerwowej i daje efekt deflacyjny. Jeśli kraje są połączone stałym kursem walutowym, akumulacja rezerw w ramach stałej podaży pieniądza jest tylko wówczas kompatybilna ze stałym kursem, jeśli podaż pieniądza w gospodarce krajowej jest zredukowana. W efekcie, oba kraje charakteryzuje powstanie tendencji deflacyjnych. Zatem, duża skala akumulacji rezerw może generować w ujęciu zagregowanym efekt deflacyjny.

[124] A. Steiner, *Central bank's dilemma...*

Taki nacisk deflacyjny (*deflationary bias*) nie wystąpił jednak w okresie wzmożonej akumulacji rezerw, ponieważ USA akceptowały systemowy deficyt CA[125]. W wyniku nadpłynności globalnej (szczególnie widocznej w czasie kryzysu finansowego 2008–2009) podaż rezerw nie była restrykcyjna. Tłumaczy to, dlaczego uzasadnione jest postrzeganie zagrożenia wynikającego z akumulacji rezerw przez pryzmat procesów inflacyjnych, a nie deflacyjnych.

Tabela 25 prezentuje zniekształcenia, koszty i ryzyka ponadoptymalnej akumulacji rezerw w ujęciu globalnym i regionalnym.

Tabela 25. Średniookresowe zniekształcenia, koszty i ryzyka akumulacji rezerw na poziomie ponadoptymalnym

Poziom	Zniekształcenia, ryzyka i koszty
Globalny	Stanowi realokację przepływów kapitałowych inspirowaną przez sektor oficjalny. Negatywne implikacje dla: – globalnych warunków płynnościowych, potencjalnie przyczyniając się do sztucznie zaniżonych rentowności; – potencjalnego narastania bąbli na rynkach aktywów, jeśli nie ma wystarczającego zakresu sterylizacji; – globalnych konfiguracji kursów walutowych, w tym ryzyka niedopasowań kursowych; – przepływów handlowych, stanowiąc ekwiwalent polityki subsydiowania eksportu i nakładania ceł importowych
Regionalny	Akumulacja realizowana przez dużą gospodarkę regionu może zawierać jednocześnie aprecjację walut gospodarek konkurujących w regionie, co: – ogranicza elastyczność innych walut w regionie – zwiększa zmienność przepływów kapitałowych w innych gospodarkach regionu, wobec niedopasowań kursowych

Źródło: E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123, February 2011.

Polityka akumulacji rezerw jest zatem przykładem istotnego dylematu:

– z jednej strony jest działaniem, wynikającym z obaw o stabilność finansową w finansowo zglobalizowanej gospodarce światowej;

– z drugiej strony jest czynnikiem, generującym dodatkowe źródła szoków i ryzyk dla międzynarodowego systemu finansowego i walutowego.

[125] Na skutek ograniczeń, wynikających z bilansu płatniczego, dostarczanie waluty musi zostać zbilansowane deficytem CA, nadwyżką na rachunku finansowym lub kombinacją obu.

9. Podsumowanie

Analiza prowadzona w rozdziale IV zawęża szeroko prezentowane dotychczas zjawisko nierównowag globalnych do jednej z determinant, jaką jest akumulacja rezerw walutowych. Punktem wyjścia jest stwierdzenie, że akumulacja rezerw jest przykładem zniekształceń, mogących stanowić źródło destabilizacji msw. Przyjmuję dychotomiczną metodę rozważań – analizuję zjawisko akumulacji rezerw w kontekście uwarunkowań popytowych i podażowych.

Prezentuję miejsce rezerw walutowych w płynności międzynarodowej, wskazując jednocześnie na ewolucję koncepcji płynności międzynarodowej – od podejścia wąskiego, opartego na klarownym wyodrębnianiu płynności warunkowej i bezwarunkowej do tendencji do rozróżniania płynności międzynarodowej i globalnej. W moim przekonaniu ewolucja pojęcia wynika z:

– ewolucji międzynarodowego systemu walutowego, w tym mechanizmów kreacji płynności, podejścia do równoważenia pozycji zewnętrznych, stosowanych reżimów kursowych;

– globalizacji i integracji finansowej, która tworzy warunki dla olbrzymiej mobilności kapitału, w decydującej mierze prywatnego, mającego zdolność do destabilizowania międzynarodowego systemu walutowego i finansowego.

W konsekwencji, płynność globalna jest uwarunkowana koniunkturą globalną, rzutującą na poziom awersji do ryzyka podmiotów operujących na międzynarodowych rynkach walutowych. Podatność krajów na zmienność zakresu tej płynności tworzy impuls do akumulowania rezerw walutowych. Stanowi to kontrast do tradycyjnego ujęcia płynności międzynarodowej, gdzie punkt ciężkości kładziony był na rozróżnienie płynności warunkowej i bezwarunkowej w ramach płynności oficjalnej. Dlatego też, w moim odczuciu, należy zgodzić się z postulowaną przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych potrzebą odejścia od wyodrębniania tych subkategorii płynności oficjalnej, postrzegając jednocześnie płynność międzynarodową przez pryzmat „łatwości finansowania" („*ease of financing*").

Poszukując podażowych uwarunkowań akumulacji rezerw, stawiam tezę, że sprawne funkcjonowanie alternatywnych – w stosunku do rezerw – mechanizmów alokacji płynności międzynarodowej może być istotnym krokiem sprzyjającym budowie strategii dekumulacji, co z kolei może przyczynić się do redukcji nierównowag globalnych. Istnienie tych mechanizmów jest szczególnie istotne w sytuacjach napięć na rynkach finansowych, kiedy podaż płynności międzynarodowej jest w decydującej mierze uzależniona od dostępu sektora prywatnego do płynności oficjalnej. Dlatego też w architekturze globalnej siatki bezpieczeństwa finansowego (GFSN – *Global Financial Safety Net*) coraz więcej uwagi poświęca się instrumentom (technikom) dostarczania tzw. walutowej (dewizowej) pomocy płynnościowej (*international liquidity assistance*).

Prezentując alternatywne techniki, w podziale na techniki jednostronne, bilateralne oraz multilateralne, wskazuję na wady i zalety poszczególnych rozwiązań. Dostrzegam podobieństwo dylematów budowy efektywnego systemu walutowej pomocy płynnościowej do dylematów, jakie na poziomie krajowym stoją przed bankiem centralnym, budującym zasady realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Dylematy te dotyczą zjawiska pokusy nadużycia, transparentności rozwiązań, zakresu i warunków dostępu do wsparcia. Uwzględniając ograniczenia poszczególnych technik, uważam, że największą rolę w GFSN należy przypisać liniom swapowym i w tym kierunku budować alternatywę dla akumulacji rezerw.

Dostrzegam także istotną ewolucję popytowych uwarunkowań akumulacji rezerw. Ewolucja poglądów na popyt na rezerwy związana jest z ewolucją poglądów na temat celów (motywów) utrzymywania rezerw, co z kolei jest wynikiem ewolucji msw. Paradoks, że wraz z upłynnianiem reżimów kursowych w gospodarce globalnej nie następuje spadek popytu na rezerwy, tylko ich spektakularny przyrost, świadczy o tym, że tradycyjne rozumienie rezerw w kategoriach operacji wyrównawczych, a więc „domykających" bilans płatniczy, się sfalsyfikowało. Wzrost skali akumulacji rezerw w przypadku krajów o płynnych reżimach kursowych tłumaczyć należy brakiem pewności krajów akumulujących rezerwy co do dostępu do walutowej pomocy płynnościowej oraz „lękiem przed pływaniem" wymuszającym stabilizowanie kursu. Zachowania te niewątpliwie wynikają ze wzrostu kryzysogenności gospodarki globalnej i negatywnych doświadczeń krajów *emerging markets* z kryzysami finansowymi.

Dokonując przeglądu popytowych uwarunkowań polityki akumulacyjnej, zwracam uwagę na rolę mobilności przepływów kapitału, tworzącą potrzebę stabilizowania systemu finansowego i gospodarki krajowej. Dyskusyjne natomiast jest źródło odpływu kapitału, badania teoretyczne jak i doświadczenia krajów wskazują na niebezpieczeństwa wynikające zarówno z *internal drain*, jak i *external drain*, ryzyko *capital flight* należy wiązać z dwoma typami kryzysów: bankowym i walutowym.

Nie można jednak, w moim przekonaniu, zrozumieć fenomenu współczesnej akumulacji rezerw, odnosząc się jedynie do uwarunkowań gospodarki analizowanego kraju oraz czynników systemowych kształtujących współczesne stosunki finansowe i walutowe. Równie istotne znaczenie ma psychologiczny (behawioralny) wymiar polityki akumulacyjnej. Powodowany różnymi motywami (np. przyciąganie inwestycji zagranicznych), generuje stadne zachowania (*hoarding behaviour*) i powoduje, że politykę tę należy traktować jako zjawisko o charakterze regionalnym. W analizie współczesnych motywów polityki akumulacyjnej należy zatem uwzględnić współwystępowanie motywu przezornościowego, interwencyjnego, efektu *by-pass*, wynikającego ze słabego rozwoju rynków finansowych krajów *emerging markets* oraz motywu behawioralnego.

W dalszej części rozdziału przedstawiam stosowane podstawowe miary adekwatności rezerw (w odniesieniu do wolumenu importu, zadłużenia krótkoterminowego, agregatu M2), zwracając jednocześnie uwagę na ich ułomności, związane głównie z ich fragmentarycznością. Koncentrując się na wybranym aspekcie determinującym podatność kraju na kryzysy, są one wskaźnikami wysoce arbitralnymi, choć niewątpliwie atrakcyjność ich wykorzystywania wynika z prostoty ich konstrukcji i transparentności. Ponadto, opieranie się na różnych miarach w odniesieniu do tej samej gospodarki prowadzi do rozbieżnych wniosków, pozwala relatywizować ocenę poziomu adekwatności rezerw w odniesieniu do poszczególnych gospodarek, co nakazuje jednocześnie sceptycznie oceniać ich użyteczność i ostrożnie wyciągać wnioski z badań empirycznych prowadzonych w tym zakresie. Dlatego też optymalny poziom rezerw dla danego kraju zależy od natury szoku, na jaki jest narażony. Biorąc pod uwagę fakt, że kraje *emerging markets* narażone są na szoki z tytułu rachunku obrotów bieżących, jak i kapitałowych, na kryzysy o charakterze bankowym i walutowym, uważam, że miara (zaproponowana przez Ch. Wyplosza oraz M. Ruiz-Arranza i innych), odnosząca rezerwy do całkowitych zagranicznych pasywów kraju, a nie jedynie w odniesieniu do zadłużenia krótkoterminowego, stanowi atrakcyjne narzędzie pomiaru rezerw. Biorąc pod uwagę fakt, że stabilność finansowa oraz potrzeba ubezpieczania się przed potencjalnym odpływem kapitału (*capital flight*) stanowi istotny motyw posiadania rezerw, odnoszenie rezerw do agregatu M2 (co sugerują w swoich badaniach empirycznych Obstfeld, Shambaugh i Taylor czy też de Beaufort Wijnholds i Kapteyn) lepiej odzwierciedla popyt na rezerwy niż mierzenie ich w stosunku do zagranicznego zadłużenia krótkoterminowego.

Dlatego też wydaje się, że miary nowej generacji (ważone ryzykiem) mogą lepiej określić optymalny poziom rezerw, jednocześnie jednak charakteryzują się wrażliwością na strukturalne cechy gospodarki.

Mając na uwadze jednak fakt, że adekwatność rezerw jest oceniana przez pryzmat ich zdolności do zapobiegania lub neutralizowania szoków zewnętrznych, należy pamiętać, że inne kategorie aktywów zagranicznych lub linii kredytowych mogą uzupełniać rezerwy w zarządzaniu szokami zewnętrznymi. I na odwrót, nie wszystkie aktywa utrzymywane w formie rezerw mogą być płynne i dostępne w czasie kryzysu. Zatem, należy się zastanowić, czy „adekwatność" nie powinna być odnoszona do całkowitych zasobów dostępnych dla celów przeciwdziałania szokom, a więc uwzględniać szerszą koncepcję niż determinowane bilansem płatniczym aktywa rezerwowe. Linie swapowe, aktywa w ramach SWF stanowią także instrumenty obrony przed szokami, zatem można zastanawiać się nad użytecznością w ogóle kategorii adekwatności rezerw walutowych.

W kontekście powyższych wątpliwości zasadne wydaje się posługiwanie się terminem SEA (Państwowe Aktywa Zagraniczne – *Sovereign External Assets*)

dla określenia szerszej kategorii aktywów, mogących stanowić instrument zarządzania kryzysem. Określenie to, wprowadzane w niektórych studiach teoretyczno-empirycznych w literaturze przedmiotu, nie staje się jednak rozpowszechnione. Zważywszy jednak na fakt, że SWF stanowią bliskie substytuty rezerw walutowych, nie są zaś włączane do statystyk rezerw, kraje akumulujące rezerwy cechuje zaś ostrożność, aby nie zawyżać statystyk rezerw („*not to over-report reserves*"), lecz je zaniżać („*under report reserves*") upowszechnianie kategorii SEA mogłoby ułatwiać ocenę zasobów walutowych kraju mogących odegrać rolę w prewencji i zarządzaniu kryzysem.

Kolejnym obszarem dokonywanych w rozdziale ocen są determinanty kompozycji walutowej i czynniki dywersyfikacji rezerw walutowych. Jest to o tyle istotne zagadnienie, że – jak wykazano w rozdziale III – gwałtowna, nieskoordynowana dywersyfikacja portfela rezerw może wygenerować ryzyko gwałtownej korekty nierównowag (*hard landing*).

Rozdział zamyka przegląd teoretycznych kosztów i ryzyk, wynikających ze zjawiska akumulacji rezerw. Systematyzuję je w podziale na koszty ponoszone przez kraj akumulujący rezerwy, kraj emitujący walutę rezerwową oraz koszty ponoszone na poziomie regionalnym i globalnym. Analiza kosztów ponoszonych na poziomie narodowym prowadzi do wniosku, że w warunkach coraz większej mobilności przepływu kapitału coraz trudniejsze staje się pogodzenie celu kursowego z realizacją niezależnej polityki pieniężnej. W długim okresie zarządzanie kursem walutowym poprzez akumulację rezerw musi oznaczać utratę kontroli nad celami krajowej polityki pieniężnej.

ROZDZIAŁ V

Zjawisko akumulacji rezerw walutowych i jego wpływ na międzynarodowy system walutowy

1. Współczesne zjawisko akumulacji rezerw

1.1. Skala zjawiska i jego charakterystyka

Tempo wzrostu akumulacji rezerw walutowych oraz ich dystrybucja zmieniły się istotnie na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat. Tempo akumulacji rezerw przyspieszyło wyraźnie od 2000 r., gdy średni roczny przyrost rezerw przekracza 20%. Pod koniec 2009 r. poziom światowych aktywów rezerwowych wzrósł do 8,1 tryliona USD, stanowiąc ok. 14% światowego PKB. W ostatniej dekadzie, w ujęciu nominalnym, zwiększył się 4-krotnie. W okresie 2000–2005 aktywa rezerwowe będące w posiadaniu władz monetarnych wzrosły o 91% mierząc w SDRach oraz o 110% w USD. W niektórych krajach wzrost rezerw był zjawiskiem niezwykle spektakularnym – dla przykładu Indie 5-krotnie zwiększyły poziom rezerw w okresie 7 lat, Malezja dwukrotnie w okresie 1999–2006.

W perspektywie długookresowej widać, że w latach 70. i 80. rezerwy stanowiły ok. 6–8% PKB, wzrastając do 30% PKB w roku 2004. Szczególnie widoczny trend wzrostowy zaznacza się od początku lat 90., co jest powszechnie przyjmowane jako początek ery globalizacji finansowej. W ciągu dekady, do 2009 r., światowe zasoby rezerw wzrosły od 5,5% światowego PKB do 14% światowego PKB.

Koncentrując się na latach 1990–2005 jako okresie wyjątkowej dynamiki akumulacji rezerw, widać, że kraje rozwijające się, nie będące eksporterami ropy naftowej (*non-oil exporting developing countries*), powiększyły zasoby swoich rezerw 9-krotnie. Kraje azjatyckie i afrykańskie odnotowały podobny wzrost rezerw, zaś w Chinach wzrost rezerw był 25-krotny. Kraje Ameryki Łacińskiej i Karaibów odnotowały 5-krotny wzrost, kraje eksportujące ropę naftową 4-krotny, kraje uprzemysłowione podwoiły zasoby rezerw, zaś USA odnotowały niewielki spadek.

Analitycy akumulacji rezerw dokonują rozróżnienia między absolutnym a relatywnym ich wzrostem. Wskazuje się, że o ile mamy do czynienia z faktycznym wzrostem rezerw w krajach uprzemysłowionych, nie nadąża on za zwiększeniem skali transakcji walutowych oraz przepływami finansowymi

brutto. Zatem, w sensie relatywnym zasób rezerw utrzymywanych przez kraje uprzemysłowione obniżył się. Sugeruje to, że pomimo dużego poziomu globalnych rezerw walutowych należy spodziewać się ich dalszego wzrostu[1]. Zwraca się także uwagę na potrzebę dokonania rozróżnienia między rezerwami brutto a netto. Rezerwy netto są to rezerwy brutto minus krótkoterminowe zobowiązania zagraniczne. Różnica między rezerwami brutto a netto w przypadku niektórych krajów jest istotna[2].

Współczesne zjawisko akumulacji rezerw walutowych charakteryzuje:

1. Dominacja zjawiska w grupie krajów *emerging markets*. Akumulacja rezerw krajów *emerging markets* jest interpretowana z jednej strony – jako wynik krajowych polityk makroekonomicznych realizowanych przez te kraje, z drugiej strony – jako konsekwencja procesów globalizacyjnych[3]. Wzrost rezerw walutowych w krajach rozwijających się częściowo odzwierciedla wyższy wzrost gospodarczy w tych regionach i zbiega się z dużymi nadwyżkami na rachunku bieżącym oraz, w niektórych przypadkach, na rachunkach kapitałowych[4]. Współcześnie jednak tylko kraje bez lub o ograniczonym dostępie do międzynarodowych rynków finansowych muszą generować nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, aby akumulować rezerwy, zważywszy na niewystarczający poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych i kapitałów napływających w ramach pomocy oficjalnej.

Podczas gdy w 1952 r. 79,5% aktywów rezerwowych było skoncentrowanych w krajach uprzemysłowionych, w 2007 r. 75% rezerw było już utrzymywanych przez kraje rozwijające się. Udział rezerw krajów rozwijających się w ogólnym poziomie rezerw wzrósł z 28% w 1990 r. do 65% w 2008 r. W okresie powojennym zasób rezerw w posiadaniu azjatyckich banków centralnych kształtował się na podobnym poziomie jak w przypadku krajów G7. Dopiero od połowy lat 90. rozpoczęła się intencjonalna polityka akumulacji rezerw w krajach azjatyckich i Ameryki Łacińskiej. W 2005 r. azjatyckie kraje EME i Japonia utrzymywały blisko 10-krotnie większy zasób rezerw niż łączne rezerwy pozostałych krajów G7[5].

Zjawisko akumulacji rezerw praktycznie nie występuje w krajach rozwiniętych (spektakularnym wyjątkiem jest tu Japonia i kraje eksportujące ropę naftową, np. Norwegia). Kraje rozwinięte posiadają relatywnie niskie zasoby

---

[1] M.Williams, *Foreign exchange reserves – how much is enough?*, „BIS Review" 2006, no. 1.

[2] Dobrym przykładem jest Turcja. Podczas gdy jej rezerwy brutto wzrastały, rezerwy netto w 2004 r. były ujemne. Oprócz zobowiązań kredytowych wobec MFW, Turcja zakumulowała wysoki poziom pasywów zagranicznych w postaci tzw. Depozytów Drezdeńskich. Za: J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation. Objective or by-product?*, ECB Occasional Papers Series, no. 73/2007.

[3] *Ibidem*.

[4] F. Breuss i in., *Global impact of a shift in foreign reserves to euros*, Economic Papers, European Commission, no. 345, November 2008.

[5] M. Williams, *Foreign exchange…*

rezerw, co wynika z faktu posługiwania się płynnymi kursami walut, mniejszej ekspozycji na kryzysy walutowe niż w przypadku krajów *emerging markets* oraz łatwiejszego dostępu do międzynarodowych rynków finansowych. Dodatkowo, czynnikiem niskiego zasobu rezerw w krajach rozwiniętych jest polityka niedostarczania dewiz przez bank centralny dla finansowania płatności sektora prywatnego. Przykładem jest tu Bank Kanady, który nie prowadzi operacji dewizowych z krajowym sektorem bankowym. Popyt USA na rezerwy jest dodatkowo osłabiony faktem emitowania przez kraj waluty rezerwowej.

Na przykład, w Kanadzie wskaźnik rezerw do importu wynosi 10% (w 2005 r.), podczas gdy średnia światowa wynosi 40%[6]. Wyjątek w grupie krajów rozwiniętych stanowi Japonia, której rezerwy wzrosły z 287 mld USD w 1999 r. do ok. 840 mld USD w 2005 r., ale od tego czasu wykazują niewielkie zmiany, co potwierdza tezę o interwencyjnym motywie akumulacji – przeciwdziałaniu aprecjacji jena.

Tabela 26 prezentuje 10 krajów posiadających największe zasoby rezerw na przestrzeni lat 1973–2003. Widać zmniejszenie roli krajów rozwiniętych i wzrost znaczenia krajów *emerging markets*.

Tabela 26. Zasoby rezerw walutowych krajów i ich udział w zasobach globalnych (w %)

Pozycja	1973	1980	1990	1998	2003
1	Niemcy (18,04)	Niemcy (11,87)	USA (8,83)	Japonia (12,06)	Japonia (21,02)
2	USA (7,82)	Francja (6,96)	Japonia (8,25)	Chiny (8,34)	Chiny (13,05)
3	Japonia (6,66)	USA (6,15)	Tajwan (7,57)	Tajwan (5,06)	Tajwan (6,61)
4	Francja (4,64)	Włochy (5,86)	Niemcy (7,52)	Hong Kong (4,99)	Korea (4,95)
5	Szwajcaria (4,63)	Japonia (5,77)	Włochy (6,68)	USA (4,65)	Hong Kong (3,77)
6	Hiszpania (3,68)	Arabia Saudyjska (5,31)	Hiszpania (5,38)	Niemcy (4,44)	Indie (3,17)
7	Holandia (3,56)	Wielka Brytania (4,82)	Francja (4,23)	Singapur (4,17)	Singapur (3,05)
8	Wielka Brytania (3,52)	Szwajcaria (4,35)	Wielka Brytania (3,81)	Hiszpania (3,13)	USA (2,82)
9	Włochy (3,50)	Holandia (3,05)	Szwajcaria (3,45)	Korea (2,89)	Rosja (2,35)
10	Brazylia (3,49)	Libia (2,97)	Chiny (3,13)	Francja (2,74)	Meksyk (1,88)

Źródło: M. Redrado i in., *The economic policy of foreign reserve accumulation: New international evidence*, Banco Central de la Republica Argentina, Working Paper, no. 14/2006.

[6] Za: J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation…*

2. Koncentracja zjawiska – dotyczy to zarówno koncentracji od strony popytowej, jak i podażowej. W pierwszym aspekcie polega na zdominowaniu zjawiska przez stosunkowo niewielką liczbę krajów. Dla przykładu, 5 wiodących w polityce akumulacyjnej banków centralnych posiadało w okresie 1995–2001 56,9% światowych zasobów rezerw, w 2004 r. już 68,4%. Dodatkowo zaznacza się koncentracja zjawiska w regionie – dotyczy to przede wszystkim krajów azjatyckich.

Pierwszym regionem dominującym w polityce akumulacyjnej są azjatyckie kraje *emerging markets*. Zasoby rezerw walutowych krajów azjatyckich zwiększyły się 4-krotnie od zakończenia kryzysu finansowego lat 1997–1999. Nawet wyłączając Chiny, rezerwy zwiększyły się 2-krotnie w ujęciu nominalnym w okresie 2000–2007. Analizując poziom rezerw w stosunku do PKB, także widać spektakularny wzrost, o ok. 10% w okresie 2000–2007, kiedy to osiągnęły 36% PKB (wyłączając Chiny). Rezerwy walutowe azjatyckich krajów *emerging markets* stanowiły 5% globalnego PKB (w ujęciu nominalnym) pod koniec 2007 r.

Pod koniec 2009 r. sześć azjatyckich krajów *emerging markets* było w pierwszej dziesiątce największych światowych posiadaczy rezerw (Chiny, Indie, Tajwan, Korea, Singapur, Hong Kong). Ponadto do krajów prowadzących politykę akumulacyjną należą: Malezja, Tajlandia, Indonezja, Filipiny, Wietnam, Kazachstan. Jeśli odniesie się tempo akumulacji do tempa wzrostu gospodarczego, widać, że poziom rezerw w regionie Azji Płd-Wsch. w stosunku do PKB potroił się – z 13,1% w 1990 r. do 40,2% w 2008 r. Akumulacja rezerw walutowych jest więc zjawiskiem całego regionu Azji Płd-Wsch, jednak najwięcej uwagi przyciągają Chiny, które w okresie 1990–2008 odnotowały ponad 50% udział w przyroście rezerw. Do marca 2011 r. zasób rezerw walutowych Chin wzrósł do 3 trylionów USD, stanowiąc blisko połowę rocznego PKB kraju i blisko 1/3 globalnych zasobów rezerw.

Tabela 27. Zagraniczne aktywa rezerwowe

Kraj	Koniec 1999		Koniec 2009	
	w mld USD	% PKB	w mld USD	% PKB
Chiny	155	14	2 399	49
Japonia	278	6	997	20
Rosja	8	4	406	33
Arabia Saudyjska	15	10	397	107
Tajwan	106	36	348	92
Korea	74	16	265	32
Indie	32	7	259	21
Hong Kong	95	58	245	116
Brazylia	35	6	232	15
Strefa euro	228	3	195	2
Singapur	77	93	186	105

Źródło: S. Cecchetti, *Alternatives to self-insurance*, www.bis.org.

Drugi obszar intensywnej polityki akumulacji stanowi Ameryka Łacińska (głównie Brazylia i Meksyk), gdzie poziom zakumulowanych rezerw osiągnął 12% PKB całego regionu. Rezerwy walutowe w krajach Ameryki Łacińskiej (LATAM) wzrosły w przypadku Argentyny, Boliwii, Brazylii, Kolumbii, Ekwadoru, Meksyku, Peru odpowiednio o: 78%, 391%, 453%, 132%, 197%, 145%, 220% w okresie 2000–2007[7].

Koncentracja w aspekcie podażowym polega na widocznej dominacji USD jako waluty rezerwowej.

W tradycyjnej literaturze dotyczącej rezerw walutowych stwierdza się, że ich poziom jest uzależniony od reżimu kursowego – w stałych reżimach poziom rezerw musi być automatycznie wyższy. Jednak, mimo coraz większej tendencji wprowadzania płynnych reżimów kursowych, kraje EME wykazują skłonność do akumulowania rezerw. Zjawisko to tłumaczy duża zmienność nominalnych i realnych kursów walutowych w powiązaniu ze słabo rozwiniętymi rynkami finansowymi. Specyfika współczesnego zjawiska akumulacji rezerw polega więc na braku związku między polityką akumulacyjną banku centralnego a rodzajem stosowanego reżimu kursowego (stały *versus* płynny) oraz brakiem związku z występowaniem lub nie kontroli przepływów kapitałów.

Tabela 28. Rezerwy walutowe krajów o największym ich udziale (1995–2005, na koniec roku), w mld USD

Kraj	1995	1996	2000	2001	2002	2003	2004	2005	%PKB	KK	RK
1. Japonia	172,4	207,3	347,2	387,7	451,4	652,8	824,3	823,1	17,7	N	IF
2. Chiny	73,6	105,0	165,6	212,2	286,4	403,2	609,9	769,0	37,0	T	MF
3. Tajwan	90,3	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	241,7	253,7	78,2	N	IF
4. Korea	–	29,4	96,2	102,8	121,4	155,3	199,1	205,9	29,1	N	IF
5. Rosja	14,4	11,3	24,3	32,5	44,0	73,2	120,6	155,7	20,7	T	MF
6. Indie	–	–	36,8	44,9	65,7	95,2	124,7	136,9	18,9	T	MF
7. Hong Kong	55,4	63,8	107,6	111,2	111,9	118,4	123,6	122,0	75,1	N	CB
8. Singapur	68,8	77,0	80,4	75,8	82,3	96,3	112,8	115,5	104,4	N	MF
9. Malezja	22,9	25,1	28,6	29,6	33,3	43,5	58,2	75,8	55,5	T	MF
10. Meksyk	15,7	16,7	36,2	40,0	45,8	55,7	61,0	68,6	15,0	N	IF
11. Brazylia	51,8	60,1	33,0	35,9	37,8	47,1	54,0	54,8	8,8	N	IF
12. Algieria	2,0	4,2	11,9	18,0	23,1	32,9	39,4	51,7	52,9	T	MF
13. Tajlandia	–	–	32,5	33,2	38,1	42,1	49,1	48,3	29,7	N	MF
14. Norwegia	21,1	25,2	26,7	22,2	30,7	35,9	42,7	42,7	17,1	N	IF
15. UGiW	277,4	306,8	218,6	208	215,8	188	179	173,2			

Uwaga: KK – kontrola przepływów kapitałów: N – nie, T – tak, IF – *independent floating*, MF – *managed floating*, CB – *currency board.*

Źródło: *The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper Series, no. 43/2006.

[7] Y. Cheung, R. Sengupta, *Accumulation of reserves and keeping up with the Joneses: the case of LATAM economies*, HKIMR, Working Paper, no. 21/2010, August 2010.

1.2. Badania empiryczne nad motywami współczesnej akumulacji rezerw

Obszerne badania empiryczne dotyczące motywów współczesnej akumulacji rezerw walutowych koncentrują się głównie na konfrontowaniu przezornościowego i merkantylistycznego motywu popytu na rezerwy i znalezieniu odpowiedzi na pytanie, który motyw był/jest dominujący. Wyniki badań empirycznych nie dają jednoznacznej odpowiedzi. Okazuje się, że empiryczne rozróżnienie motywów akumulacji jest bardzo trudne, ponadto z różnym nasileniem poszczególne motywy działały w odniesieniu do poszczególnych krajów i horyzontu czasu.

Dominuje pogląd, że o ile w przypadku gospodarek chińskiej i japońskiej istotną rolę odgrywa motyw interwencyjny, o tyle w przypadku innych krajów Azji Wschodniej i pozostałych krajów akumulujących rezerwy motyw przezornościowy, będący symptomem niezadowolenia z obecnego multilateralnego systemu finansowego, w tym z roli MFW, i wynikający z doświadczeń z kryzysami walutowymi, można uznać za czynnik wiodący (powszechnie przypisuje się mu zjawisko akumulacji rezerw w Meksyku, Korei i Rosji).

Na przykład, J. Aizenman i inni poddali badaniom politykę akumulacji 49 krajów w okresie 1980–2000 i doszli do wniosku, że oba motywy były istotne, ale większą rolę odegrał motyw przezornościowy[8]. Również M. Dąbrowski wykazuje, że władze monetarne w Azji kierują się motywem przezornościowym, nie dążąc przy tym do osiągnięcia z góry zadeklarowanego poziomu rezerw, lecz nie dopuszczając do istotnej redukcji niedoszacowania waluty krajowej[9]. Z kolei z badań przeprowadzonych przez O. Jeanne'a oraz O. Jeanne'a i innych wynika, że nie można wyjaśnić dużej skali akumulacji, szczególnie po roku 2000, wyłącznie za pomocą motywu przezornościowego, szczególnie wobec faktu, że kraje akumulujące cechował wysoki stopień ochrony przed przepływami kapitałowymi w formie restrykcji na rachunku kapitałowym. Dodatkowo, zdaniem autorów, dominacji przezornościowego akumulowania rezerw przeczy ostatnia tendencja inwestowania aktywów w mniej płynne, za to o wyższej stopie zwrotu, aktywa[10]. Dla przykładu, w 2003 r. większość krajów azjatyckich odnotowała znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, wiele z nich także doświadczyło większych napływów netto prywatnego kapitału. Gdyby władza monetarna nie równoważyła napływających strumieni kapitału zagra-

---

[8] J. Aizenman, J. Lee, *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserve hoarding*", IMF Working Paper/06/280.

[9] M. Dąbrowski, *Czy akumulacja rezerw walutowych przez kraje Azji Wschodniej jest przejawem interwencjonizmu państwowego?*, „Ekonomista" 2009, nr 2.

[10] O. Jeanne, *International reserves in emerging market countries: too much of a good thing?*, Brookings Papers on Economic Activity, 1/2007; O. Jeanne, R. Ranciere, *The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some implications*, CEPR Discussion Papers, no. 6723, February, 2008.

nicznego odpływem kapitału oficjalnego w postaci zakupu aktywów rezerwowych, waluty azjatyckie znacznie by się wzmocniły, pogarszając konkurencyjność przedsiębiorstw krajowych.

Często wysuwany argument, że istotną determinantą akumulacji w przypadku krajów azjatyckich jest traktowanie ich jako zabezpieczenia (*collateral*) dla dokonywanych w kraju bezpośrednich inwestycji zagranicznych, można, zdaniem B. Eichengreena, podważyć, jeśli weźmie się pod uwagę fakt, że większość amerykańskich bezpośrednich inwestycji zagranicznych była lokowana w Chinach po 1992 r., podczas gdy masowa akumulacja rezerw rozpoczęła się dekadę później. Również badania ekonometryczne, wykorzystujące determinanty bezpośrednich inwestycji zagranicznych (m.in. PKB kraju, poziom korupcji, stopę opodatkowania inwestycji w kraju goszczącym), wskazują, że traktowanie ich jako *collateral* nie tłumaczy zjawiska akumulacji rezerw walutowych[11].

Równie obszerne są badania empiryczne dotyczące behawioralnych motywów akumulacji. Y. Cheung i inni zbadali rolę efektu *keeping up with the Joneses* w odniesieniu do 10 azjatyckich krajów *emerging markets*. Wykazali empirycznie, że istnieje współzależność w poziomie rezerw akumulowanych przez kraje w regionie, co szczególnie było widoczne po 1997 r. Wyniki badań Y. Cheunga i innych potwierdzają tezę o rywalizacji między gospodarkami w regionie, prowadzącej do konkurencyjnej, ponadoptymalnej akumulacji rezerw[12].

Psychologiczny czynnik akumulacji rezerw, jakim jest *keeping up with the Joneses* znajduje także empiryczne potwierdzenie w przypadku krajów LATAM. Są one wysoce zintegrowane ze światowymi rynkami finansowymi[13], a więc narażone na ryzyko *capital flight*, *sudden stop* oraz wynikające z nich ryzyko spadku produkcji. Powoduje to, że są one podatne na wystąpienie kryzysu walutowego, co może dodatkowo być spotęgowane niestabilnością polityczną poszczególnych krajów LATAM. Wyższy poziom rezerw w stosunku do gospodarek sąsiednich może oddalić groźbę ciśnienia spekulacyjnego, a tym samym obniżyć prawdopodobieństwo poniesienia całkowitego kosztu ataku. Dodatko-

[11] B. Eichengreen, *The blind men and the elephant*, Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, no. 1, January 2006.

[12] Y. Cheung, X. Qian, *Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses*, „Review of International Economics" 2009, vol. 17(4).

[13] Według indeksu Chinn-Ito, stopień otwartości rachunku kapitałowego gospodarek LATAM wzrastał od lat 90. Wskaźniki otwartości na przepływy kapitałowe wynoszą odpowiednio: Boliwia 1,5, Brazylia 1,3, Chile 2,5, Ekwador 2,3, Meksyk 1,2, Peru 2,5. Wskaźniki te są relatywnie wyższe niż w przypadku azjatyckich krajów *emerging markets* (Indonezja, Korea, Malezja, Tajlandia, Filipiny, Wietnam), gdzie średnio kształtują się na poziomie 0,14. Za: M. Chinn, H. Ito, *A new measure of financial openness*, „Journal of Comparative Policy Analysis" 2008, no. 10.

wymi czynnikami sprzyjającymi psychologicznemu motywowi akumulacji rezerw mogą być:

– seria kryzysów zadłużeniowych i walutowych, jaką kraje LATAM doświadczają od lat 80., z efektem zarażania;

– wspólne cechy strukturalne gospodarek: większość z krajów LATAM (Meksyk, Brazylia, Chile, Wenezuela, Ekwador) jest bogato wyposażona w surowce naturalne (ropa, surowce mineralne) i specjalizuje się w produkcji rolnej. Oparcie się gospodarek na handlu *commodities* powoduje, że mogą podlegać wspólnym szokom *terms of trade*. Podleganie wspólnym szokom wzmaga prawdopodobieństwo konkurowania o poziom zakumulowanych rezerw[14]. Również konkurowanie o międzynarodowe inwestycje w zasoby naturalne prowadzi do rywalizacji między gospodarkami. Empiryczne badania nad występowaniem motywu *keeping up with the Joneses* w odniesieniu do 10 gospodarek LATAM przeprowadzili Y. Cheung i inni. Na podstawie danych z okresu 1980–2007 zbadali oni czynniki determinujące politykę akumulacyjną w regionie, w szczególności znaczenie hipotezy *Mrs Machlup wardrobe*. Y. Cheung i inni doszli do wniosku, że oprócz standardowych determinant ekonomicznych (skłonność do importu, ryzyko polityczne, otwartość finansowa) konkurencyjna akumulacja odgrywa istotną rolę[15].

Najbardziej oczywista wydaje się interpretacja zjawiska akumulacji rezerw w przypadku gospodarki japońskiej. Motyw interwencyjny, polegający na przeciwdziałaniu aprecjacji jena w celu zwiększania konkurencyjności sektora eksportowego, doprowadził do imponującej skali akumulacji. Akumulując rezerwy walutowe, Japonia realizowała strategię walki z deflacją i słabym wzrostem gospodarczym, poprzez kanał silnego wzrostu eksportu. Politykę Japonii często porównuje się do doświadczeń Kanady w latach 80., kiedy to poziom rezerw wzrastał systematycznie, osiągając 18 mld USD w 1990 r., w porównaniu z średnim poziomem 2,5 mld USD w okresie 1975–1986[16]. Intensywna polityka interwencyjna Japonii z okresu 2003–2004 doprowadziła do zakupu rezerw o skumulowanej wartości 340 mld USD w okresie 15 miesięcy, co stanowiło blisko 7% japońskiego PKB[17].

---

[14] Jak wskazuje J. Aizenman i inni, gospodarki podatne na zmienność *terms of trade* mogą redukować wynikającą z niej zmienność realnego kursu walutowego poprzez akumulowanie rezerw walutowych. Za: J. Aizenman, D. Reira-Crichton, *Real exchange rate and international reserves in the era of growing financial and trade integration*, „Review of Economics and Statistics" 2008, no. 90(4).

[15] Y. Cheung, R. Sengupta, *Accumulation of reserves…*

[16] M. Williams, *Foreign exchange reserves...*

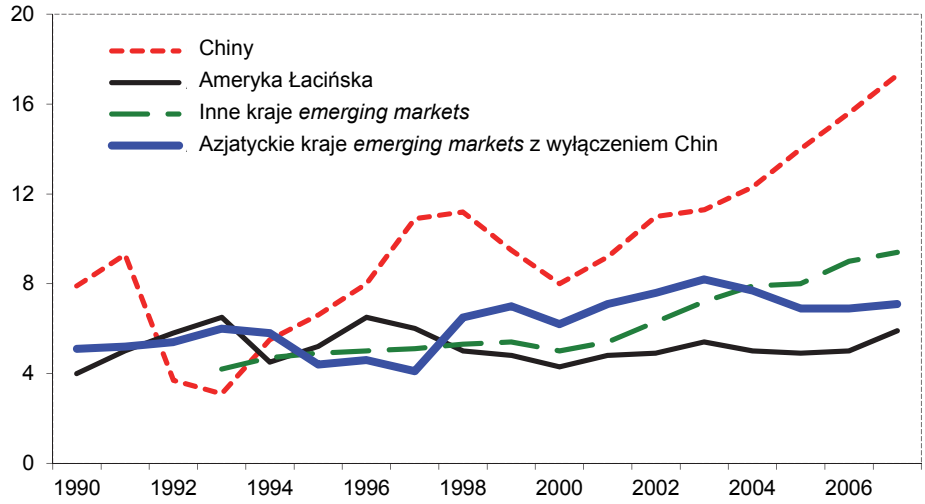
[17] P. Gerlach-Kristen i in., *Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons*, BIS Working Papers, no. 389/October 2012.

1.3. Badania empiryczne nad adekwatnością poziomu akumulacji rezerw

Badania nad adekwatnością poziomu rezerw wynikają z przekonania, że akumulacja rezerw dla krajów *emerging market* jest zjawiskiem niezbędnym wobec procesu globalizacji i liberalizacji finansów, jednak ponadoptymalny poziom rezerw powoduje, że koszty przewyższają korzyści i stanowią istotne zagrożenie dla kraju i stabilności msw.

Dla większości krajów *emerging markets* wartość zakumulowanych rezerw przekracza powszechnie stosowane miary optymalności (miarę komercyjną i miary finansowe). Zwraca się uwagę, że banki centralne krajów *emerging markets* łącznie zgromadziły rezerwy walutowe przekraczające o 60% (co stanowi ok. 3 trylionów USD) potrzeby wynikające z obsługi krótkoterminowego zadłużenia zewnętrznego[18]. Jednak, na skutek przyspieszenia obrotów globalnego handlu i przepływów kapitałowych w ostatnich latach wskaźniki te nie narastają.

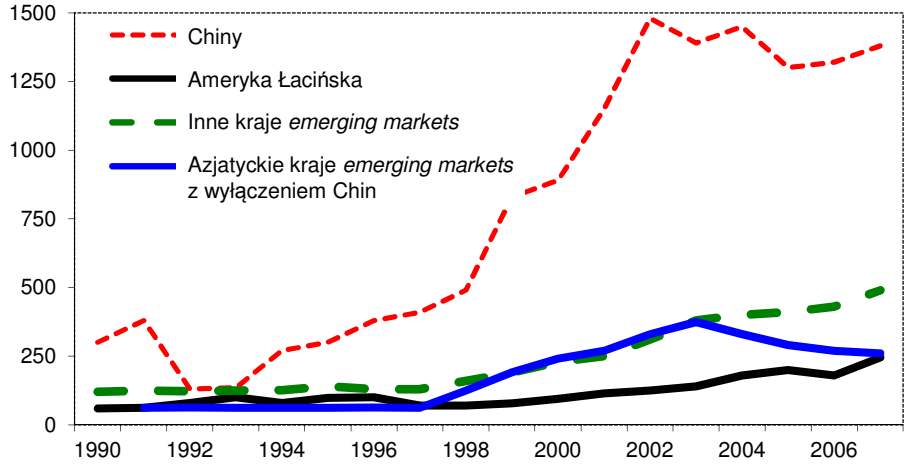
Rezerwy większości krajów przekraczają wskaźnik 3–4-miesięcznego pokrycia importu. Spektakularny jest przykład Tajwanu, który mógłby finansować import rezerwami przez okres ok. 2 lat. Z wyłączeniem Chin, wskaźnik rezerw do importu spadł nieznacznie od 2003 r., nadal przekraczając 3-miesieczne pokrycie. W przypadku Chin wskaźnik rezerw do importu rośnie.



Wykres 18. Rezerwy walutowe, 1990–2007 (jako miesięczny import towarów i usług)

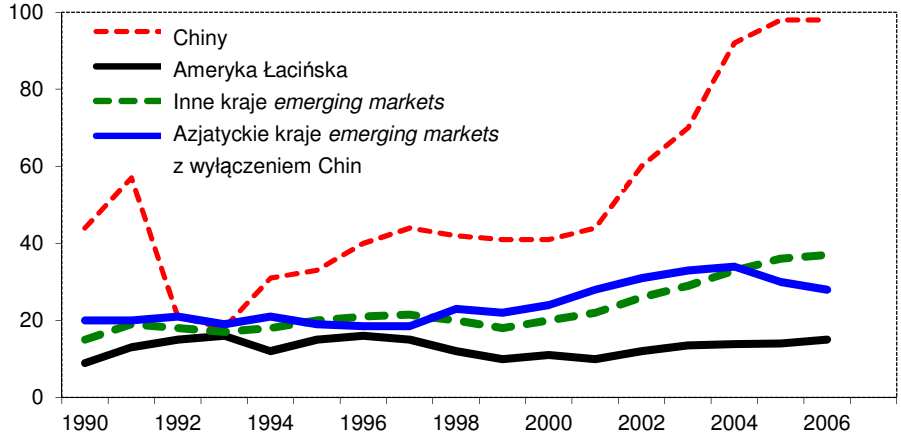
Źródło: M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging Asia's reserves really too high?*, IMF Working Paper, WP/08/192.

[18] *Sovereign wealth funds and global imbalances*, Quarterly Bulletin 2008, Q2, Bank of England, 2008.



Wykres 19. Rezerwy walutowe, 1990–2007 (jako % krótkoterminowego zadłużenia)

Źródło: jak na rys. 18.



Wykres 20. Rezerwy walutowe, 1990–2006 (jako % zagranicznych pasywów brutto)

Źródło: na rys. 18.

Wskaźnik Greenspana-Guidottiego także przekroczył w większości przypadków rekomendowane 100% (lub wskaźnik 1). W ostatnich latach ustabilizował się na określonym poziomie (z wyjątkiem Chin, gdzie spektakularnie przyrastał), co odzwierciedla istotny wzrost zadłużenia krótkoterminowego (szczególnie w Indiach i Korei). Również z badań Y. Cheunga i innych wynika, że na koniec 2007 r. wskaźnik rezerw do krótkoterminowego zadłużenia w przypadku krajów LATAM przekraczał wielkości progowe, wynosząc odpo-

wiednio: Boliwia: 14,86, Brazylia 2,17, Chile 1,46, Kolumbia 2,86, Meksyk 8,47, Peru 2,88[19].

Zdaniem M. Ruiz-Arranz i innych, należy ostrożnie interpretować wysokie wartości wskaźnika G-G jako miary bezpiecznego poziomu ochrony przed ryzykiem *sudden stop*, szczególnie wobec wzrostu napływu zagranicznego kapitału w formie inwestycji portfelowych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych[20].

Odnosząc poziom rezerw do agregatu monetarnego M2, należy zauważyć, że we wszystkich azjatyckich krajach *emerging markets* wskaźnik przekroczył rekomendowany próg 5–20% pokrycia, a w Indiach i Singapurze osiągnął 90%[21]. Od 2004 r. wskaźnik nie odnotowuje przyrostu, zatem tempo przyrostu agregatu pieniężnego zostało zsynchronizowane z tempem przyrostu rezerw.

Próbując odnieść poziom rezerw do miary zaproponowanej przez M. Ruiz-Arranz i innych, czyli całkowitych zagranicznych pasywów kraju, widać, że rezerwy pokrywają 1/3 pasywów (z wyjątkiem Chin). Wskaźnik ten wzrastał do 2002 r., kiedy to kraje azjatyckie odbudowywały rezerwy po fali kryzysów finansowych, od tego czasu ustabilizował się. Biorąc pod uwagę wzrost skali przepływów kapitałowych brutto (co odzwierciedla zwiększoną realną i finansową integrację z gospodarką globalną) oraz ich zwiększoną zmienność, poziom rezerw azjatyckich krajów *emerging markets* nie wydaje się ponadoptymalny[22]. Największy wzrost rezerw stosunku do pasywów zagranicznych odnotowały kraje afrykańskie oraz eksportujące ropę naftową, zaś najmniejszy kraje Ameryki Łacińskiej, co obrazuje stopień włączenia się kraju w procesy globalizacji finansowej.

Zdaniem M. Ruiz-Arranz i innych, miary adekwatności rezerw w przypadku azjatyckich krajów *emerging markets* (z wyjątkiem Chin) tylko nieznacznie przewyższają miary zastosowane w stosunku do krajów Ameryki Łacińskiej. Poza Chinami trudno więc postawić tezę o nadmiernym poziomie rezerw[23].

Coraz częściej konstruowane są modele próbujące odnieść poziom rezerw do motywu ich akumulowania, co w większym stopniu pozwala uwzględnić specyfikę danego kraju. W dyskusji na temat adekwatności poziomu zakumulowanych rezerw walutowych J. de Beaufort Wijnholds i inni dokonują podziału krajów, mających największy udział w procesach akumulacji, na dwie grupy, jako kryterium podziału przyjmując motyw akumulowania rezerw. Stosowana przez nich formuła oceny adekwatności poziomu rezerw zakłada, że powinien

---

[19] Y. Cheung, R. Sengupta, *Accumulation of reserves…*

[20] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging Asia's reserves really too high?*, IMF Working Paper, WP/08/192.

[21] Za: *The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper Series, no. 43/2006.

[22] M. Ruiz-Arranz, M. Zavadjil, *Are emerging Asia's reserves…*

[23] *Ibidem.*

on pokryć co najmniej krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne, część szerokiego agregatu monetarnego oraz być determinowanym przyjętym reżimem kursowym i postrzeganym ryzykiem kraju. Na przykład, oprócz wymogu pokrycia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego kraju (ryzyko *external drain*), kraje o pośrednich reżimach kursowych (np. *managed float*) powinny posiadać rezerwy odpowiadające 10–20% szerokiego agregatu pieniężnego jako buforu chroniącego przed potencjalnym ryzykiem *internal drain.* W przypadku krajów stosujących płynne reżimy, stopień pokrycia agregatu monetarnego rezerwami może stanowić połowę powyższego wskaźnika. Autorzy dochodzą do wniosku, że:

– kraje, w których wzrost rezerw wynika z motywu ubezpieczania się przed kryzysami finansowymi (głównie kraje Ameryki Łacińskiej oraz Europy Środkowo-Wschodniej) – mają adekwatny poziom rezerw;

– kraje, w których wzrost rezerw jest głównie konsekwencją proeksportowej strategii rozwoju wspieranej brakiem elastyczności kursu walutowego (kraje wschodzące Azji, głównie Chiny oraz Rosja), zakumulowały nadmierny poziom rezerw. Wzrost rezerw w tych krajach jest raczej produktem ubocznym realizowanej strategii gospodarczej, a nie celem samym w sobie[24].

Podsumowując, należy zauważyć, że analiza i ocena poziomu zakumulowanych rezerw prowadzi do różnych wniosków, w zależności od przyjętego punktu odniesienia – importu, PKB, krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego czy agregatu M2. Na przykład, wskaźnik zakumulowanych rezerw w krajach Ameryki Łacińskiej do agregatu M2 jest bardzo wysoki, co tłumaczyć należy historycznie niskim poziomem monetyzacji. Jednak już analiza oparta na kryterium pokrycia importem wskazuje na stosunkowo niski poziom akumulacji. Relatywizuje to oceny adekwatności poziomu rezerw.

Zatem, miary adekwatności poziomu rezerw w stosunku do poszczególnych gospodarek należy interpretować bardzo ostrożnie, także ze względu na:

– brak teoretycznego spójnego uzasadnienia metody oceny adekwatności poziomu rezerw,

– transfery zasobów do Sovereign Wealth Funds (SWF) oraz brak pełnych danych odnośnie do poziomu zakumulowanych rezerw.

1.4. Źródła akumulacji rezerw walutowych w gospodarkach realizujących strategie akumulacyjne

Analizując kanały akumulowania rezerw, J. de Beaufort Wijnholds i inni dokonują podziału krajów na trzy grupy (który może być jednocześnie pomocny w dyskusji nad motywami akumulowania rezerw)[25]:

[24] J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation...*

[25] *Ibidem.*

1) kraje, które zakumulowały rezerwy poprzez generowanie nadwyżek na rachunku obrotów bieżących (Rosja, Ukraina, Malezja);

2) kraje, które wygenerowały nadwyżkę na rachunku obrotów kapitałowych (Czechy, Meksyk, Rumunia, Afryka Płd.);

3) kraje, które zgromadziły rezerwy poprzez nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych (Chiny, Indie, Korea).

Z kolei w badaniach EBC, opierając się na zjawiskach zachodzących w bilansie płatniczym oraz bilansie oszczędności i inwestycji, wyodrębnia się cztery grupy krajów akumulujących rezerwy[26]:

1) nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wraz ze spadkiem inwestycji krajowych, zwłaszcza po kryzysie 1997–1998 (Malezja, Singapur);

2) nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wraz z oszczędnościami krajowymi wzrastającymi szybciej od inwestycji (Rosja, Brazylia, Algieria);

3) nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i finansowym, w połączeniu ze spadkiem krajowych inwestycji, zwłaszcza po kryzysie 1997–1998 (Korea, Tajwan);

4) nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i finansowym, w połączeniu z krajowymi oszczędnościami rosnącymi szybciej od inwestycji (Chiny, Indie).

Azjatyckie banki centralne nie tylko transferują krajowe nadwyżki oszczędności za granicę, ale jednocześnie dokonują „recyclingu" znacznych napływów prywatnego kapitału netto w regionie. Taki nietypowy schemat inwestycji tłumaczy, dlaczego zakupy aktywów rezerwowych w krajach rozwijających Azji (274 mld USD w 2003 r.) przewyższają nadwyżki oszczędności w regionie (168 mld USD w 2003 r.), czy też dlaczego zakupy aktywów rezerwowych w Japonii (189 mld USD w 2003 r.) przewyższają krajowe nadwyżki oszczędności (136 mld USD w 2003 r.)[27].

Chiny, przy stałym reżimie kursowym, doświadczały długiego okresu nadwyżek na obu rachunkach bilansu płatniczego, co oznaczało napływ netto walut zagranicznych. Biorąc pod uwagę, że podmioty prywatne oraz większość przedsiębiorstw chińskich może mieć tylko ograniczoną ilość dewiz oraz nie może posiadać dewiz za granicą, utrzymujące się restrykcje na rachunku obrotów kapitałowych zapobiegające odpływowi kapitału powodują, że nadwyżki dewiz, za pośrednictwem systemu bankowego, trafiają do banku centralnego. Ponadto, relatywnie wyższe stopy zwrotu w Chinach i oczekiwania przyszłej aprecjacji juana są bodźcem dla rezydentów krajowych do zamiany dewiz na walutę

[26] *The accumulation...*

[27] M. Higgins, T. Klitgaard, *Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets*", Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, no. 10/2004.

krajową[28]. Szacunki przeprowadzone przez N. Roubiniego i innych wykazują, że ok. 75% akumulacji rezerw w Chinach w latach 2003–2004 była finansowana poprzez napływ kapitału, a nie nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących[29].

Wskazuje to na ważną kwestię: oszczędności krajowe netto nie są równoważne ze wzrostem rezerw walutowych – który może też wynikać z napływu kapitału, co jest rezultatem oszczędności zagranicznych (*borrowed reserves*)[30].

Tabela 29. Bilans płatniczy w krajach *emerging markets* (skumulowane wartości za dany okres, w mld USD)

Kraj	Bilans rachunku obrotów bieżących			Napływ kapitału netto (rachunek finansowy)			Rezerwy			
							Zmiana stanu			Zasób
	1990–1993	1995–1996	2000-2005	1990–1993	1995–1996	2000–2005	1990–1993	1995–1996	2000–2005	VI 2006
Azja	6	–64	899	160	230	211	119	110	1 178	2 025
Chiny	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941
Indie	–17	–12	–5	20	16	95	7	0	99	156
Korea	–14	–32	82	20	41	51	5	8	136	225
Tajwan	39	16	117	–29	–21	30	10	–4	147	260
Azja, pozostałe[a]	–22	–45	358	114	115	–239	93	53	132	442
Ameryka Łacińska[b]	–85	–68	–26	138	105	106	71	49	83	244
Europa Środk.[c]	–2	–11	–102	6	34	134	16	21	39	99
Rosja	1	18	290	9	–26	–31	10	7	167	243
Bliski Wschód[d]	–90	6	383	111	9	–302	–3	8	50	89
Razem	–170	–119	1 445	423	351	117	214	195	1 517	2 701

[a] Hong Kong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajlandia.
[b] Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Wenezuela.
[c] Czechy, Węgry, Polska.
[d] Kuwejt, Libia, Oman, Katar, Arabia Saudyjska.
Źródło: M. Mohanty, P. Turner, *Foreign Exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications*?, „BIS Quarterly Review", September 2006.

[28] L. Pan J. Zhu, *The management of China' s huge foreign reserves and its currency composition*, Working Papers of the Institute of Management Berlin, Paper, no. 37, 04/2008.

[29] N. Roubini, B. Setser, *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon?*, Symposium on the "Revived Bretton Woods System: a new paradigm for Asian development?", Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco 2005.

[30] F. Gang, *Currency asymmetry, global imbalances, and rethinking of the international currency system*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad the Hague, 2006.

Tabela 29 wykazuje, że w Chinach, Korei i Tajwanie ciśnienie aprecjacyjne było powodowane zarówno napływami kapitału, jak i nadwyżkami na rachunku obrotów bieżących. W przypadku Indii napływ netto kapitału odgrywał zasadniczą rolę, podobnie w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej oraz Europy Środkowej, z wyjątkiem Rosji, gdzie czynnikiem wiodącym była nadwyżka handlowa, wynikająca ze wzrostu cen ropy naftowej.

Należy także zauważyć, że kraje eksportujące ropę naftową mają kumulujące nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, czemu nie towarzyszy równomierny wzrost poziomu rezerw. Zjawisko to tłumaczy się:

– faktem, że wpływy z eksportu ropy naftowej są w dużym stopniu transferowane do specjalnych funduszy państwowych (*state-owned funds*), mogących przybierać formę funduszy stabilizacyjnych, oszczędnościowych lub „dziedziczenia". Aktywa zgromadzone w ramach takich funduszy nie są zaliczane do oficjalnych aktywów rezerwowych;

– tym, że wpływy te są lokowane w centrach finansowych *offshore*, często nie są więc ujmowane jako aktywa w posiadaniu władzy monetarnej.

Powyższe dwa czynniki prowadzą do zaniżania statystyk obrazujących wysokość oficjalnych aktywów rezerwowych w krajach eksportujących ropę naftową (mimo wszystko wśród 15 czołowych posiadaczy rezerw znajduje się kilka krajów będących eksporterami ropy naftowej, por. tabela 28). Ciekawy przykład wspomnianego braku zależności między nadwyżką na rachunku obrotów bieżących a wzrostem rezerw demonstruje Arabia Saudyjska.

Tabela 30. Nadwyżka CA a wzrost rezerw w Arabii Saudyjskiej (w mld USD)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006
Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących	28	52	91	120
Wzrost rezerw	2,0	4,7	–0,9	1,0

Źródło: IMF, *International Financial Statistics*, September 2006, za: J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation. Objective or by-product?*, ECB Occasional Paper Series, no. 73/November 2007.

Interesujące badania dotyczące wpływu przepływów kapitału netto i integracji finansowej na poziom akumulowanych rezerw przeprowadzili W. Choi i inni[31]. Estymacje modeli, w których brali pod uwagę takie czynniki, jak: rozmiar gospodarki, udział importu, zmienność kursu walutowego, reżimy kursowe, światowa stopa procentowa, uwarunkowania fiskalne, doprowadziła autorów do wniosku, że wrażliwość zasobu rezerw walutowych na przepływy kapitałowe zmieniła się istotnie na przestrzeni ostatnich lat w przypadku krajów

[31] W. Choi i in., *Capital flows, financial integration, and international reserve holdings: the recent experience of emerging markets and advanced economies*, IMF Working Paper, WP/07/151.

emerging markets, przez co dynamika ich zasobu rezerw różniła się znacznie od krajów rozwiniętych. W latach 80. zasoby rezerw były negatywnie skorelowane z przepływami kapitału w przypadku krajów *emerging markets*, podczas gdy taki negatywny związek w przypadku krajów rozwiniętych był mniej wyraźny. Sugeruje to, że w przypadku krajów *emerging markets* przepływy kapitału były wykorzystywane do finansowania deficytów CA. Z kolei w ostatnich latach, przepływy kapitału miały silny pozytywny wpływ na zasoby rezerw w przypadku krajów *emerging markets*, zaś negatywny w przypadku krajów rozwiniętych. Sugeruje to, że w ostatnich latach przepływy kapitału służyły do budowania zasobów rezerw w krajach *emerging markets*. Badania te potwierdzają tezę, że wraz ze wzrostem integracji finansowej i częstotliwości występowania kryzysów finansowych akumulację rezerw należy postrzegać jako wyraz obaw o ryzyko *sudden stop* i utratę dostępu do międzynarodowych rynków kapitałowych.

1.5. Struktura walutowa akumulowanych rezerw – problemy metodologiczne

Trudności z analizą struktury walutowej rezerw wynikają z faktu, że banki centralne w dużej mierze nie ujawniają ani geograficznej alokacji rezerw, ani ich struktury walutowej. Trudności z określeniem wielkości i interpretacją zjawisk w obszarze rezerw walutowych wynikają także z braku jednolitego standardu i jednoczesnych ograniczeń przyjętych standardów.

W statystykach rezerw walutowych dysponujemy trzema źródłami danych – pochodzącymi z raportów narodowych, wynikającymi z badań MFW oraz pochodzącymi ze statystyk kraju emitującego walutę rezerwową – ale wszystkie źródła danych są niekompletne.

Najbardziej zrozumiałym źródłem danych jest *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity*, opracowywany od 1999 r. przez MFW i Komitet Globalnego Systemu Finansowego. *Data Template* stanowi część tzw. SDDS *(Special Data Dissemination Standard)*, który opiera się na udostępnianych przez kraje danych (*national data*) odnośnie do płynności rezerw i potencjalnych źródłach drenażu rezerw. Istotnym ograniczeniem SDDS jest fakt, że opiera się na danych tylko 65 krajów (24 kraje rozwinięte, ale tylko 41 z 160 krajów rozwijających się), co stanowi 65% światowych zasobów rezerw. Wśród krajów, których rezerwy nie wchodzą do statystyk SDDS, są Chiny i Tajwan. Liczba krajów, które udostępniają szczegółowe informacje odnośnie do struktury walutowej rezerw, jest jeszcze mniejsza (ok. 20 krajów), co obejmuje 13% światowych zasobów rezerw.

Inny standard MFW, tzw. dane COFER (*Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*), jest oparty na badaniach własnych MFW (*survey data*). Dane COFER obejmują ok. 70% światowych zasobów rezerw, a więc nieco więcej niż standard SDDS. COFER gromadzi także dane dotyczące struktury

walutowej, ale jedynie w odniesieniu do ograniczonej liczby krajów, tj. ok. 62% całkowitych rezerw, ok. 52% rezerw krajów *emerging markets*, wyłączając najistotniejszego uczestnika procesów akumulacyjnych – Chiny. Mimo tych ułomności, dane COFER uznawane są za najlepsze źródło dotyczące struktury rezerw.

Trzecim źródłem danych są pasywa bilansu kraju emitującego walutę rezerwową (*counterparty data*), czyli *US Treasury on international transactions* (tzw. *TIC standard*). Podstawowa trudność w opieraniu się na tym źródle danych wynika z faktu, że definicja pasywów oficjalnych instytucji często jest odmienna od konwencjonalnej definicji rezerw walutowych. Ponadto, Standard TIC nie rejestruje m.in. transakcji między nierezydentami (a więc wyłączone są transakcje rynków wtórnych, dokonane za pomocą pośrednika), zaś transakcje oficjalne są traktowane łącznie (brak rozdzielenia transakcji banków centralnych i SWF).

Z kolei standard stosowany przez BIS (tzw. standard LIB – *Locational International Banking*) ma przewagę nad standardami MFW, jeśli chodzi o liczbę krajów objętych analizą (zawiera większość akumulujących rezerwy), ale obejmuje tylko jeden rodzaj instrumentu finansowego lokowanych nadwyżek – depozyty bankowe (których rola spadła z 50% utrzymywanych rezerw w 1980 r. do 30% w 2006 r.).

Według danych COFER, ok. 60% międzynarodowych aktywów rezerwowych stanowią aktywa dolarowe. Największym posiadaczem rezerw dolarowych są Chiny. Według danych US Treasury, w 2009 r. Chiny wyprzedziły Japonię, stając się największym posiadaczem amerykańskich papierów skarbowych[32]. Aktywa dolarowe stanowią 70% całkowitych rezerw walutowych Chin, co jest powyżej średniej światowej (64% globalnych rezerw walutowych w 2008 r. stanowiły rezerwy dolarowe) oraz powyżej średniej dla krajów *emerging markets* i rozwijających się (60%)[33]. Pozostałe waluty w strukturze rezerw Chin stanowią: 30–20% euro, 10% funt brytyjski, jen i inne[34]. Dominacja aktywów dolarowych w portfelu rezerw Chin odpowiada strukturze walutowej handlu i zadłużenia zagranicznego kraju. Podczas gdy eksport do USA stanowi zaledwie 18% całkowitego eksportu Chin, a import 8%, istotny jest fakt, że znacznie większy udział handlu Chin jest fakturowany w USD, w tym większość chińskiego importu *commodities* oraz większość handlu z Koreą i Tajwanem[35]. L. Pan i inni szacują, że w 2005 r. ponad połowa chińskiego importu była fakturowana w USD, ok. 1/3 w jenie, zaś 1/5 w euro. Jeśli chodzi o zadłużenie zagraniczne kraju, ok. 70% jest denominowane w USD[36].

---

[32] US Department of Treasury, 2010, www.ustreas.gov/tic/fpis.shtml.

[33] IMF, Annual Report 2009, Washington D.C., International Monetary Fund.

[34] Za: M. Zhang, F. He, *China's Sovereign Wealth Fund: weakness and challenges*, Working Paper, no. 0823, Research Center for International Finance, China Academy of Social Sciences.

[35] P. Vujanovic, *Understanding the recent surge in the accumulation of international reserves*, OECD Economics Department Working Papers, no. 866/2011.

[36] L. Pan, J. Zhu, *The management of China's…*

2. Współczesne koszty akumulacji rezerw

2.1. Koszty i ryzyka dla krajów akumulujących rezerwy

Niezależnie od przyjętej metody badania kosztu alternatywnego, wyniki empiryczne przypisują najwyższy roczny koszt alternatywny tym samym pięciu krajom: Chinom,Malezji, Rosji, Tajlandii i Wenezueli[37].

Główną sferą wewnętrzną odczuwającą potencjalne koszty współczesnego zjawiska akumulacji rezerw wydaje się sfera monetarna. Głównymi wyzwaniami dla krajowej polityki pieniężnej stały się pojawiające się od 2002 r. naciski inflacyjne i zjawiska boomów kredytowych.

Studia empiryczne różnią się oceną zakresu operacji sterylizacyjnych akumulacji rezerw w ujęciu globalnym. Podczas gdy J. Aizenman i inni[38] wykazują wzrost skali operacji sterylizacyjnych w okresie po kryzysie azjatyckim, C. Reinhart i inni[39] wskazują na malejący zakres operacji w ostatnich latach. Oprócz podejścia globalnego do oceny skali sterylizacji rezerw, istnieje wiele studiów empirycznych oceniających sterylizację w odniesieniu do poszczególnych krajów. R. Lavigne[40] badał sterylizację w krajach *emerging markets* dla dwóch okresów: lat 90. i 2000. Porównanie obu okresów nie wykazuje wspólnego wzorca: podczas gdy niektóre kraje zwiększyły skalę sterylizacji, inne charakteryzowała tendencja do zmniejszenia skali.

Trudności w prowadzeniu polityki sterylizacyjnej szczególnie są odczuwalne w krajach o słabiej rozwiniętych systemach finansowych. Większość z krajów azjatyckich, w okresie wzmożonej akumulacji rezerw dokonywała zabiegów sterylizacyjnych (por. tabela 31). W badaniach dotyczących ośmiu krajów azjatyckich A. Ouyang i inni[41] wykazuje prawie całkowitą sterylizację w okresie 1995–2005, z wyjątkiem okresu 2000–2002, kiedy akumulacja rezerw miała wpływ na bazę monetarną. Najbardziej spektakularny jest przykład Tajwanu, gdzie w okresie 1999–2003 odnotowano wzrost o 35 pp w stosunku do PKB zagranicznych aktywów netto, przy identycznym spadku krajowych aktywów netto. W rezultacie – baza monetarna w stosunku do PKB pozostała na

---

[37] J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation...*

[38] J. Aizenman, R. Glick, *Sterilization, monetary policy, and global financial integration*, „Review of International Economics" 2009, vol. 17, no. 4.

[39] C. Reinhart, V. Reinhart, *Capital inflows and reserve accumulation: the recent evidence*, NBER Working Paper, no. 13 842.

[40] R. Lavigne, *Sterilized intervention in emerging market economies: trends, costs, and risks*, Bank of Canada Discussion Paper, no. 4/2008.

[41] A. Ouyang i in., *Managing the monetary consequences of reserve accumulation in emerging Asia*, „Global Economic Review" 2008, vol. 37, no. 2.

stałym poziomie. Japonia (w mniejszym stopniu Chiny) stanowiły wyjątek – zakupy aktywów rezerwowych w Japonii były praktycznie niesterylizowane, w Chinach o ograniczonym zastosowaniu. Politykę Japonii i Chin z tego okresu tłumaczy się zwalczaniem deflacji (Japonia od połowy lat 90., Chiny w okresie 1998–2003) – niesterylizowane zakupy rezerw walutowych pozwalały osiągnąć zarówno cel kursowy, jak i inflacyjny. Jednakże, od 2004 r., Chiny rozpoczęły bardzo intensywną sterylizację zakupu rezerw, ze względu na nadmierny wzrost akcji kredytowej oraz pojawienie się groźby przegrzania gospodarki.

Tabela 31. Zmiany w bilansie azjatyckich banków centralnych w okresie 2000–2003. Zmiany procentowe w stosunku do PKB

Kraj	Zagraniczne aktywa netto	Krajowe aktywa netto	Baza monetarna
Chiny	9,2	–4,3	4,9
Hong Kong	8,8	–1,5	7,3
Indie	8,9	–8,1	0,8
Japonia	6,4	0,7	7,1
Korea	6,1	–5,3	0,8
Singapur	15,4	–14,0	1,4
Tajwan	34,8	–34,8	0,0

Źródło: M. Higgins, T. Klitgaard, *Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets*, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, no. 10/2004.

Sterylizacja była głównie przeprowadzana w oparciu o instrumenty rynkowe – zasadniczo w ramach operacji otwartego rynku, w mniejszym zakresie poprzez zarządzanie polityką fiskalną (depozyty rządowe w banku centralnym, fundusze stabilizacyjne). Jak pokazują doświadczenia historyczne, kiedy napływ kapitału utrzymuje się przez dłuższy okres, sterylizacje przeprowadzane za pośrednictwem operacji otwartego rynku stają się kosztowne i bank centralny zaczyna przestawiać się na instrumenty nierynkowe, jak np. rezerwa obowiązkowa. Instrumenty nierynkowe były szeroko wykorzystywane w latach 90. XX w.[42], ale w obecnym epizodzie akumulacji niewiele krajów stosuje podniesienie wymogu rezerwowego jako technikę sterylizacji, istotnym wyjątkiem są tutaj Chiny.

Czynnikiem, który zwiększał efektywność sterylizacji, był duży popyt sektora bankowego na papiery pochodzące z transakcji sterylizacyjnych, będące aktywami wolnymi od ryzyka.

[42] C. Reinhart, V. Reinhart, *On the use of reserve requirements in dealing with capital flow problems*, „International Journal of Finance and Economics" 1999, vol. 4, no. 1.

Badania empiryczne wykazały, że podstawowymi czynnikami determinującymi zakres sterylizacji były: nadmierna płynność oraz naciski inflacyjne. Co istotne, większa sterylizacja nie staje się czynnikiem skłaniającym kraje do ograniczenia skali akumulacji. Oznacza to, że dla krajów realizujących politykę akumulacyjną jest to nadrzędny cel monetarny. Podtrzymaniu realizacji celu akumulowania rezerw i minimalizowaniu jego kosztów służy cała „bateria" instrumentów: nie tylko sterylizacja, lecz także kontrole przepływów kapitału, pułapy kredytowe, kontrole wzrostu cen, alternatywne inwestycje[43].

Operacje sterylizacyjne mogą wpłynąć na bilanse CA z dwóch powodów[44]:

– tak jak w przypadku Chin w okresie przedkryzysowym – sterylizacja przeprowadzana w oparciu o instrumenty nierynkowe obniża inwestycje bez stymulowania oszczędności;

– tak jak w przypadku wielu krajów eksportujących surowce – sterylizacja przeprowadzana w oparciu o depozyty rządowe w banku centralnym ma pozytywny wpływ na oszczędności rządowe i negatywny na inwestycje prywatne. Zatem, w przypadku tych krajów obserwujemy zjawisko „bliźniaczych nadwyżek", czyli współistnienia nadwyżki budżetowej i nadwyżki na rachunku CA (*twin surpluses*).

Koszt fiskalny, zależny od różnicy w oprocentowaniu krajowych i zagranicznych aktywów, jest bardzo zróżnicowany. Dla wielu krajów nie jest on istotny, zważywszy na małą – w większości krajów azjatyckich (Korea, Chiny, Singapur, Malezja) oraz – ujemną w Japonii – rozpiętość w oprocentowaniu z amerykańskimi papierami skarbowymi. Środowisko niskich globalnych stóp procentowych stało się więc czynnikiem łagodzącym potencjalny koszt fiskalny. W przypadku Brazylii, gdzie średnie krajowe stopy procentowe w okresie 2003–2005 wynosiły 19,5%, dodatkowo miała miejsce znaczna aprecjacja realna brazylijskiego reala, koszt fiskalny jest znaczny. Oznacza to, że o ile w przypadku niektórych krajów sterylizacja akumulacji rezerw przynosi korzyści fiskalne, o tyle w przypadku innych – koszty[45]. Należy jednak pamiętać, że koszt fiskalny oznacza się cyklicznością – wobec wzrostu stóp procentowych należy spodziewać się jego wzrostu.

Polityka akumulacji rezerw upośledziła funkcjonowanie niektórych instytucji i efektywność polityki monetarnej. W jej wyniku Chiny wprowadziły kontrole i limity ilościowe dla kredytów, Argentyna – instrumenty ścisłej kontroli cen, w Rosji autonomia banku centralnego uległa zagrożeniu na skutek nacisków politycznych.

---

[43] E. Alberola, J. Serena, *Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies*, Banco de Espana, Documento de Trabajo, no. 0706/2007.

[44] S. Freitag, G. Schnabl, *Policy implications of global asymmetric current account positions*, „Review of Economics" 2010.

[45] E. Alberola, J. Serena, *Global financial integration…*

Należy także podkreślić, że jednym z czynników, który pozytywnie oddziaływał na koszty polityki akumulacyjnej i umożliwiał realizację strategii przez dłuższy okres (*sustained accumulation*) był korzystny globalny cykl gospodarczy, mianowicie globalne środowisko niskiej inflacji. W tych okolicznościach polityka akumulacyjna nie stawiała przed władzami monetarnymi dylematów charakterystycznych dla środowiska wyższej inflacji, które narzucają konieczność wyboru między celem inflacyjnym a kursowym[46]. Środowisko niskiej inflacji (które częściowo miało podłoże strukturalne, odzwierciedlające takie siły jak zwiększoną międzynarodowa integrację rynków towarowych i czynników produkcji) pozwalało wykorzystać politykę akumulacji rezerw do prowadzenia polityki zwiększania bazy monetarnej i realizacji bardziej akomodacyjnej polityki pieniężnej. W efekcie, realne krótkoterminowe stopy procentowe w krajach azjatyckich spadały w jeszcze większym stopniu niż w innych krajach.

2.2. Zagrożenia i ryzyka dla kraju emitującego walutę rezerwową oraz międzynarodowego systemu walutowego

Jedną z szerzej analizowanych konsekwencji akumulacji rezerw dla kraju emitującego walutę rezerwową jest obniżenie dochodowości walorów finansowych. Szacunki wpływu akumulacji rezerw na oprocentowanie amerykańskich papierów skarbowych, oparte w dużej mierze na subiektywnej ocenie ekspertów, różnią się znacznie, wynosząc od 40 (Merrill Lunch, JP Morgan) do 200 (N. Roubini) punktów procentowych. Jedne z szacunków wskazują, że zakupy amerykańskich papierów skarbowych przez azjatyckie władze monetarne miały wpływ na poziom i dynamikę ich dochodowości, ale tylko w odniesieniu do aktywów o krótkim i średniookresowym terminie zapadalności. W szczególności, zakupy aktywów amerykańskich ze strony banku centralnego Japonii miały wpływ rzędu 65 punktów procentowych na dochodowość 3-letnich obligacji amerykańskich w okresie najbardziej wzmożonej (2003–2004) akumulacji[47].

Związek między zakupami aktywów rezerwowych a ich wpływem na dochodowości nie jest jednak jednoznaczny. Według badań The Vanguard Group, zaprzestanie zakupów amerykańskich papierów skarbowych ze strony chińskich władz monetarnych nie przełożyłoby się na ich dochodowość. Z kolei B. McCauley wykazuje tylko niestały związek między zagranicznymi zakupami amerykańskich obligacji skarbowych a ich dochodowością, utrzymujący się tylko w ograniczonym okresie[48].

---

[46] M. Mohanty, P. Turner, *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?*, „BIS Quarterly Review", September 2006.

[47] *The accumulation…*

[48] R. McCauley, G. Jiang, *Treasury yields and foreign official holdings of US bonds*, „BIS Quarterly Review" 2004.

Z perspektywy globalnej, interesujące jest, czy akumulacja rezerw przełożyła się także na niskie dochodowości aktywów w innych gospodarkach rozwiniętych i *emerging markets*. Ewidentnie, długoterminowe stopy procentowe utrzymywały się ostatnio na historycznie niskich poziomach, mimo silnego wzrostu gospodarki światowej. Podczas gdy niskie stopy procentowe na rynkach kapitałowych sprzyjają wzrostowi gospodarczemu, ich trwałość w fazie nacisków inflacyjnych może rodzić pewne dylematy dla polityki gospodarczej[49].

Badania empiryczne P. Gerlach-Kristena i innych[50] wskazują na występowanie globalnego efektu bilansowego inwestycji portfelowych (*global portfolio balance effect*). Wynika z niego, że nie tylko spadły dochodowości obligacji w USA i Japonii w następstwie polityki interwencyjnej. Dochodowości obligacji i oprocentowania na rynku transakcji swapowych (*interest rate swap rates*) w krajach o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego, jak USA i w niektórych krajach *emerging markets*, których rynki obligacji są silnie zintegrowane z globalnymi rynkami obligacji, także spadły w następstwie intensywnych operacji interwencyjnych Japonii z lat 2003–2004. Efekty cenowe dotyczą tylko krajów, których obligacje skarbowe stanowią bliskie substytuty obligacji amerykańskich. Z badań tych wynika, że 1 trylion interwencji w jenach obniżał dochodowość obligacji amerykańskich o 8,9 punktów bazowych. Na drugim miejscu efekt cenowy był widoczny dla brytyjskich obligacji skarbowych (spadek o 7,2 punktów bazowych). Spadek dochodowości obligacji skarbowych krajów UGiW (z wyjątkiem Grecji) kształtował się w przedziale 4,5–5,0 punktów bazowych, szwajcarskich wynosił 5,3 punktów bazowych na trylion jenów, zaś w Japonii dochodowość 10-letnich obligacji skarbowych spadła o 4,4 punktów bazowych. Badania wykazały też, że *global portfolio balance effect* objął także dochodowości sektora prywatnego, wpływając na koszt zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Wniosek ten potwierdza tezę, że istnieją globalne monetarne efekty polityki akumulacji rezerw. Jeśli interwencje walutowe są przeprowadzane w okresie, kiedy w innych krajach pożądane jest łagodzenie polityki pieniężnej, *global portfolio blance effect* wywiera pozytywny efekt. W przeciwnym razie, w celu przeciwdziałania efektowi potrzebne jest zacieśnianie polityki pieniężnej. Zatem, jeśli cykle nie są zsynchronizowane (jak na początku 2011 r., kiedy kraje *emerging markets* zacieśniały politykę pieniężną, podczas gdy wiodące gospodarki rozwinięte poluzowywały), duża skala zakupu obligacji skarbowych, będąca wynikiem interwencji walutowych (czy też niekonwencjonalnej polityki pieniężnej), może mieć pozytywne skutki w jednych krajach, zaś negatywne w innych.

---

[49] J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation…*

[50] P. Gerlach-Kristen i in., *Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons*, BIS Working Papers, no. 389/October 2012.

Szacunki dotyczące stopnia finansowania amerykańskiego deficytu płatniczego poprzez akumulację rezerw bardzo się różnią w wynikach – od relatywnie niewielkiego udziału do znacznych udziałów. Według jednego ze stanowisk, w 2003 r. zakupy aktywów dolarowych ze strony banków centralnych finansowały 83% amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących (w tym 71% to zakupy ze strony azjatyckich banków centralnych, pozostałe 12% to banki centralne z innych regionów geograficznych), pozostałą część stanowili inwestorzy prywatni. W okresie 1995–2003 akumulacja rezerw dolarowych finansowała prawie połowę skumulowanego deficytu bieżącego USA.

Względna łatwość finansowania amerykańskiego deficytu obrotów bieżących pozwala podtrzymywać globalne nierównowagi płatnicze, ale rodzi także pewne negatywne konsekwencje.

Największe źródło obaw o destabilizację międzynarodowego systemu walutowego wynika z niebezpieczeństwa gwałtownej dywersyfikacji rezerw (co w literaturze także określone bywa jako ryzyko *sudden stop*). To oznacza, że brak napływu kapitału oficjalnego ze strony banków centralnych musiałby być rekompensowany wzrostem napływu kapitału prywatnego. Ceny aktywów powinny spaść, aby przyciągnąć inwestorów prywatnych, co generowałoby wzrost stóp procentowych i deprecjację USD.

Jednak ryzyko *sudden stop* osłabiają następujące czynniki:

– kierunek przepływu kapitału *uphill*. Fakt, że banki centralne akumulujące rezerwy zakupują amerykańskie papiery skarbowe, stanowi pewną gwarancję stabilności systemu finansowego. Inwestowanie w walory finansowe gospodarki emitującej walutę międzynarodową, gospodarki innowacyjnej i o niskiej stopie inflacji oraz głębokim i płynnym rynku finansowym stanowi czynnik minimalizujący ryzyko nagłego wycofania się inwestorów z rynku;

– dodatkowo, gwałtowne zmiany w popycie na zagraniczne aktywa są mniej prawdopodobne, jeśli inwestorem jest bank centralny niż w przypadku inwestora prywatnego. Zarządzanie portfelem inwestycyjnym przez bank centralny jest mniej agresywne, ukierunkowane na łączne spełnienie celu płynności, rentowności i bezpieczeństwa lokat;

– przynależność krajów akumulujących rezerwy do *dollar zone* (silne związki handlowe, dolaryzacja nieoficjalna sektora prywatnego i publicznego);

– fakt, że żaden kraj azjatycki nie chce być pierwszym, który pozwoli na aprecjację swojej waluty wobec USD, tym samym pogarszając swoją konkurencyjność wobec partnerów z regionu (motyw akumulacji *keeping with the Joneses*).

Zdaniem P. Vujanovica, to, że najwięksi posiadacze rezerw walutowych zbudowali skoncentrowany portfel rezerw walutowych, stając się *price-makerami* międzynarodowych rynków operujących w tej walucie, powoduje, że redukuje się jednocześnie pole manewru dla zarządzania kompozycją zakumu-

lowanych aktywów rezerwowych, niezależnie od przyjętego w danym kraju reżimu kursowego[51].

Wreszcie, jak sugeruje P. Dooley, wysoki poziom zakumulowanych rezerw może stanowić zachętę do transakcji prywatnych *carry trade*. Im większy poziom rezerw, tym większe zaufanie inwestorów, że w sytuacji „zmiany nastrojów na rynku" nie poniosą strat[52].

Inną konsekwencją zjawiska akumulacji rezerw dla msw może być zmiana roli i funkcjonowania MFW. Należy zauważyć, że funkcja pożyczkowa MFW w stosunku do krajów *emerging markets* znacznie się zmniejszyła w ostatnim czasie, głównie na skutek niezadowolenia z mechanizmów kredytowych MFW[53] i wynikającej z tego „emancypacji finansowej" tych krajów, wyrażonej skalą zgromadzonych aktywów rezerwowych. Główni pożyczkobiorcy MFW – Argentyna i Brazylia – spłaciły przedterminowo pożyczki zaciągnięte w MFW, zaś poziom kredytów niespłaconych w MFW spadł z 70 mld USD w 2003 r. do 10 mld USD w 2006 r. Zmniejszone zapotrzebowanie na zasoby MFW może mieć wpływ na funkcjonowanie międzynarodowego mechanizmu dostosowawczego. Ponadto „wypychanie" („*crowding-out*") MFW z funkcji wsparcia kredytowego może wpłynąć na spadek w pozycji dochodów i przyszłą rentowność finansową tej organizacji. W kontekście powyższego formułowane są propozycje odnośnie do generowania innych źródeł dochodów MFW (np. poprzez sprzedaż zasobów złota lub rozszerzenie działalności inwestycyjnej w ramach organizacji[54]).

Obawy o potencjalną dywersyfikację rezerw dokonaną przez banki centralne są także wyrażane ze strony eksporterów z obszaru UGiW. Wzrost popytu na euro przez zagraniczne banki centralne może pogorszyć ich konkurencyjność na rynku dolarowym. Z badań prowadzonych przez F. Breussa i innych[55] wynika, że stopniowa, rozłożona na okres 10 lat zmiana kompozycji rezerw o 20% zmierzająca do symetrycznej kompozycji portfela rezerw (wzrost z 25 do 45% w przypadku euro oraz spadek do 45% w przypadku USD) nie musi przełożyć się na znaczne zmiany w relacji EUR/USD. Może jednak dać wyraźny efekt makroekonomiczny w postaci wzrostu popytu na euro, spadku realnych stóp procentowych i w konsekwencji wzrostu realnego PKB i inwestycji w UGiW oraz spadku aktywności gospodarczej w USA. Zmiana w kierunku symetrycznej

[51] P. Vujanovic, *Understanding the recent surge…*

[52] P. Dooley, *A model of crises in emerging markets*, NBER Working Paper, no. 6300, 1997.

[53] Przede wszystkim chodzi tu o słabości funkcjonującego w latach 1999–2003 mechanizmu CCL (Contingent Credit Line), jak np. brak jasno sprecyzowanej strategii wyjścia (*exit strategy*).

[54] Za: J. de Beaufort Wijnholds, L. Sondergaard, *Reserve accumulation…*, s. 33.

[55] F. Breuss i in., *Global impact of a shift in foreign reserves to euros*, Economic Papers, European Commission, no. 345, November 2008.

kompozycji światowych zasobów rezerwowych powinna, po początkowym okresie aprecjacji EUR, w długim okresie doprowadzić do jego deprecjacji[56]. Zdaniem autorów, znaczenie powyższych efektów zależy w znacznym stopniu od elastyczności substytucji między krajowymi i zagranicznymi aktywami. Pomimo często wyrażanych obaw, nie miała dotychczas miejsca radykalna dywersyfikacja portfela rezerw. Udział USD w aktywach rezerwowych obniżył się nieznacznie, z 72 % w 2001 r. do 65 % w 2008 r., zaś udział EUR wzrósł z 18 % w 1999 r. do 25 % w 2007 r. Substytucyjna funkcja euro wobec USD jako waluty rezerwowej dokonała się głównie w krajach powiązanych geograficznie i gospodarczo z UGiW (kraje z derogacją, kraje kandydujące do UE, kraje tzw. CFA Franc Zone), w przypadku krajów azjatyckich (krajów „strefy dolarowej" ze względu na ich powiązania kursowe z USD) dywersyfikacja w kierunku EUR odbywa się głównie kosztem jena, a nie USD.

Badania empiryczne nad globalnym inflacyjnym naciskiem wynikającym z polityki akumulacyjnej dla różnych okresów wskazują, że o ile efekt ten był słaby w latach 80., to zarówno w latach 70., jak i w okresie 1995–2006 był silny. Olbrzymia skala akumulacji rezerw w ostatnich latach mogła zintensyfikować tendencje inflacyjne na skutek tego, że operacje sterylizacyjne stały się trudniejsze (głównie na skutek znoszenia operacji banku centralnego przez przepływy kapitału prywatnego w finansowo zglobalizowanej gospodarce), tym samym mniej efektywne. Pozwala to postawić tezę, że wraz z intensyfikacją polityki akumulacyjnej można się spodziewać wzrostu nacisków inflacyjnych, zatem należy traktować tę politykę jako zagrożenie dla stabilności monetarnej[57].

2.3. Perspektywy dywersyfikacji rezerw w procesie akumulacji

Jedną z zasadniczych kwestii związanych z akumulacją rezerw i mogącą wpłynąć na międzynarodowy system walutowy jest potencjalna dywersyfikacja portfela rezerw. Próbując oszacować perspektywy dywersyfikacji portfela akumulowanych rezerw, podkreśla się rolę usztywnionego kursu wobec USD jako głównej bariery hamującej proces dywersyfikacji. E. Papaioannou i inni twierdzą, że nawet jeśli azjatyckie kraje *emerging markets* zwiększą poziom wymiany handlowej ze strefą euro oraz poziom emisji papierów wartościowych denominowanych w euro tak długo, jak ich waluty będą usztywnione wobec

[56] Autorzy jednak nie uwzględniali w swoim modelu zmian preferencji inwestorów prywatnych. Gdyby w swoich preferencjach zachowywali się tak jak władza monetarna, opisywany efekt byłyby znacznie silniejszy.

[57] A. Steiner, *Central banks' dilemma: reserve accumulation, inflation and financial instability*, University of Mannheim, CDSE, Discussion Paper, no. 102, September 2010.

USD, nie należy się spodziewać dywersyfikacji portfela rezerw[58]. Również M. Dooley i inni podkreślają, że podstawowymi czynnikami hamującymi proces dywersyfikacji rezerw w krajach azjatyckich jest sztywny kurs wobec USD i dynamiczny wzrost eksportu[59].

Jak już zaznaczono, perspektywy dywersyfikacji portfela rezerw są o tyle istotne z punktu widzenia stabilności gospodarki globalnej, że decyzje sektora oficjalnego mają istotny wpływ na zachowania prywatnych uczestników rynku. W ostatnich latach sektor prywatny istotnie reagował na jakiekolwiek sygnały odnośnie do oficjalnego wykorzystania walut. Z badań BIS wynika, że w okresie 2002–2004 rynki walutowe były bardzo wrażliwe na sygnały, że banki centralne mogą być skłonne dokonać dywersyfikacji portfela zakumulowanych rezerw[60].

Z drugiej strony, procesowi dywersyfikacji struktury walutowej rezerw towarzyszyłaby strata kapitałowa dla banku centralnego akumulującego rezerwy, wynikająca z aprecjacji waluty krajowej w stosunku do USD. Kraje azjatyckie, na skutek deprecjacji USD, straciłyby swoją konkurencyjność i oparcie dla realizowanej proeksportowej strategii rozwojowej. Powyższe obawy mogą gwarantować pewien *status quo* w polityce akumulacyjnej krajów motywowanej sztucznym podtrzymywaniem konkurencyjności gospodarki.

Problem z zdywersyfikowaniem portfela rezerw w przypadku krajów azjatyckich polega na tym, że każdy kraj chciałby dokonać dywersyfikacji, zanim uczynią to pozostałe kraje, kiedy jeszcze taka masowa dywersyfikacja nie powoduje spadku kursu USD wobec waluty krajowej. B. Eichengreen porównuje problem zainicjowania procesu dywersyfikacji globalnych rezerw do klasycznego problemu kartelu (*cartel problem*) – kiedy źródło wzrostu kraju zależy od kohezji kartelu[61].

Wpływ procesu dywersyfikacji portfela rezerw na kształtowanie się kursów walutowych nie jest jednak tak oczywisty. Według niektórych badań, konsekwencje dywersyfikacji portfela rezerw nie muszą być tak jednoznaczne, niekoniecznie przyczynią się do aprecjacji kursów walut krajów akumulujących. Jeden z argumentów przedstawianych w literaturze opiera się na logice modeli aktywów (*assets models*), dowodząc, że nawet jeśli w wyniku procesu dywersyfikacji kraje azjatyckie doświadczałyby aprecjacji walut, nie oznacza to, że trend aprecjacyjny byłby znaczny we wszystkich krajach, ponieważ część efektu rozprzestrzeniłaby się na resztę krajów. Bank centralny decydujący się na zmianę kompozycji niekoniecznie w proporcjonalnie odpowiednim stopniu

[58] E. Papaioannou i in., *Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar*, ECB Working Paper, no. 694/November 2006.

[59] M. Dooley i in., *An essay on the revived Bretton Woods System*", NBER Working Paper, no. 9971/September 2003.

[60] *Central bank survey on foreign exchange and derivatives markets activity*, March/2005, BIS.

[61] B. Eichengreen, *The blind men…*

doświadczyłby skutków dywersyfikacji. Im większa liczba krajów, tym mniej internacjonalizowany koszt (w sensie aprecjacji) dla kraju dokonującego dywersyfikacji. Dodatkowo, modele zrównoważonego portfela (*portfolio equilibrium models*) wskazują że presja na aprecjację waluty danej gospodarki powinna być tym mniejsza, im mniejszy udział aktywów denominowanych przez daną gospodarkę w optymalnym portfelu podmiotów prywatnych. Jeśli założymy, że istnieje dodatnia zależność między wielkością kraju a udziałem krajowych aktywów w optymalnym portfelu, można wnioskować, że im mniejszy kraj, tym mniejsza presja na aprecjację. Zatem, presja na kurs walutowy powinna spadać wraz ze spadkiem wielkości gospodarki[62].

Utrata zaufania inwestorów do zdolności kraju emitującego walutę rezerwową do spłaty zadłużenia stanowić może potencjalnie największe źródło niestabilności międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego. Z drugiej strony, proces dywersyfikacji rezerw może odegrać rolę środka korekcyjnego dla nierównowag globalnych, o ile będzie realizowany stopniowo i rozłożony w czasie. Gwałtowna dywersyfikacja sprzyja niestabilności kursów walutowych i międzynarodowych rynków walutowych.

E. Truman i inni[63] dowodzą, że choć międzynarodowa dywersyfikacja rezerw walutowych nie jest głównym czynnikiem kształtującym rynki finansowe, psychologiczny efekt związany z oczekiwaniami odnośnie do potencjalnej dywersyfikacji wzmacnia efekt pośrednio, przyczyniając się do zmienności kursów i cen aktywów. W celu redukowania niestabilności rynków finansowych proponują utworzenie Międzynarodowego Standardu Dywersyfikacji Rezerw (*International Reserve Diversification Standard* – IRDS), jako dobrowolnego zobowiązania krajów akumulujących rezerwy do przestrzegania pewnych reguł związanych z procesem dywersyfikacji. IRDS miałyby być dość elastycznym mechanizmem, którego celem nie byłoby zapobieganie dywersyfikacji rezerw, tylko przyczynienie się do konstruktywnego zarządzania rezerwami (*constructive reserve management*).

IRDS składałby się z dwóch elementów:

1) rutynowego (np. comiesięcznego) ujawniania przez banki centralne kompozycji walutowej rezerw,

2) zobowiązania do stopniowego dostosowywania struktury walutowej rezerw do ustanowionych benchmarków.

Zdaniem E. Trumana i innych, IRDS byłby wyrazem skoordynowanego podejścia narodowych władz monetarnych, mogącym zminimalizować rynkowe

[62] Za: M. Redrado i in., *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence*, Banco Central de la Republica Argentina, Working Paper, 2006/14.

[63] E. Truman, A. Wong, *The case for an International Reserve Diversification Standard*, Institute for an International Economics, Working Paper, May/2006.

efekty spekulowania odnośnie do potencjalnej dywersyfikacji, i tym samym prowadziłby do wzrostu transparentności i wiarygodności krajowych polityk monetarnych oraz przyczyniałby się do globalnej stabilności finansowej.

Wyłonienie się euro jako nowej waluty rezerwowej oraz pogłębiająca się nierównowaga zewnętrzna Stanów Zjednoczonych ożywiła dyskusję na temat potencjalnej dywersyfikacji rezerw walutowych. W literaturze i komentarzach eksperckich powstały dwa przeciwne stanowiska:

1) ponad 2/3 światowych rezerw walutowych jest zgromadzonych w aktywach dolarowych, co wobec rosnącego zadłużenia zagranicznego USA powoduje „ryzyko koncentracji" (*concentration risk*), należy się zatem spodziewać szybkiej dywersyfikacji rezerw walutowych, ucieczki od USD. Stanowisko to zyskuje na sile każdorazowo przy utrzymującym się dłuższym trendzie deprecjacyjnym USD (koniec lat 70., wczesne lata 90., fala deprecjacji 2002–2004). Decyzja nawet kilku banków centralnych o zmianie kompozycji rezerw walutowych może jeszcze bardziej pogłębiać deprecjację USD;

2) zmiany w strukturze rezerw są procesem bardzo powolnym i nie należy się spodziewać radykalnej dywersyfikacji.

Co ciekawe, pierwszy pogląd dominuje w prasie i komentarzach finansowych[64], drugi w literaturze[65].

Przykładem pierwszego stanowiska są wyniki ankiety przeprowadzonej przez Royal Bank of Scotland[66] wśród banków centralnych – większość opowiedziała się za potrzebą odejścia od USD w związku z obawą twardego lądowania (*hard landing*). Wyrazicielem drugiego nurtu są B. Eichengreen i inni[67], którzy w swoich badaniach empirycznych na podstawie kształtowania się struktury rezerw w latach 1979–1996 wykazują stabilność w czasie nie tylko kompozycji rezerw walutowych, ale także związku między popytem na rezerwy zgłaszanym przez poszczególne kraje i klasycznymi trzema (jak nazywają determinanty wyodrębnione przez M. Dooleya i innych) determinantami kompozycji. Tak więc kraje, które usztywniają kurs swojej waluty do USD, utrzymują większą część rezerw w tej walucie; im większy udział handlu z krajem waluty rezerwowej oraz im większy udział płatności zagranicznych wyrażonych jest w walucie

[64] Np. „The Economist", 04.12.2004, 26.02.2005; „Financial Times", 08.03.2005, 17.05.2005.

[65] Badania empiryczne nad kompozycją rezerw i skłonnością do dywersyfikacji przybierają postać albo badań ankietowych wśród banków centralnych, albo badań ekonometrycznych.

[66] Royal Bank of Scotland, *Reserve Management Trends*, Central Banking Publications, London 2005, za: E. Papaioannou i in., *Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar*, ECB Working Paper, no. 694/2006. Z 45 ankietowanych banków centralnych, 39 potwierdziło wzrost udziału euro z strukturze rezerw, tylko 15 wzrost USD. Wyniki te należy interpretować bardzo ostrożnie, ze względu na wysokie uogólnienie pytań i ograniczony panel respondentów – większość krajów o najwyższym poziomie akumulacji rezerw nie brała udziału w badaniu.

[67] B. Eichengreen, D. Mathieson, *The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect*, IMF Working Paper, WP/00/131.

rezerwowej tym większe jej znaczenie w strukturze rezerw. Włączając do analizy determinanty współczesne, zauważają że liberalizacja rachunku kapitałowego w warunkach coraz większej mobilności kapitału działa na rzecz walut krajów o najbardziej aktywnych międzynarodowych rynkach finansowych – USD i funta brytyjskiego. Z kolei występująca tendencja do zwiększania elastyczności kursu walutowego będzie ograniczała rolę euro i dolara, na rzecz jena. Zmiany w strukturze rezerw następują jednak – tak jak w przypadku pozostałych komponentów msw – stopniowo. Skumulowane zmiany kompozycji rezerw widoczne stają się dopiero w analizie wieloletniej.

Argumentem na rzecz tezy o odsunięciu groźby radykalnej dywersyfikacji rezerw mogącej spowodować deprecjację USD i destabilizację msw jest fakt, że większość akumulowanych rezerw walutowych ma miejsce w krajach azjatyckich i jest elementem realizowanej proeksportowej strategii rozwoju i utrzymywania kursu na podwartościowym poziomie. Banki centralne posiadające duże rezerwy zgromadzone w USD będą ostrożne przy dywersyfikacji portfela rezerw, gdyż może to wpłynąć negatywnie na kurs USD i przez to obniżyć wartość posiadanych rezerw denominowanych w tej walucie.

Badania nad strukturą rezerw wykazują, że zmiany struktury walutowej następują wolniej od zmian w strukturze instrumentów. Stopniowej dywersyfikacji aktywów rezerwowych w kierunku aktywów w wyższym poziomie ryzyka nie towarzyszy wcale odejście od aktywów dolarowych[68]. Zdaniem E. Trumana i innych, obawy o aktywną dywersyfikację rezerw są nieuzasadnione z następujących trzech powodów[69]:

1. Rola sektora oficjalnego w dostarczaniu zewnętrznego finansowania gospodarce amerykańskiej jest nadinterpretowana.
2. Dostępne historyczne dane statystyczne wskazują, że kompozycję walutową aktywów rezerwowych cechuje inercja.
3. Zagregowane dane odnośnie do kompozycji walutowej rezerw nie potwierdzają tezy, że aktywna dywersyfikacja jest powszechna.

Najbardziej kontrowersyjny wydaje się argument 1.

E. Truman i inni wysuwają wniosek o nadmiernym uznaniu roli zagranicznego sektora oficjalnego w posiadaniu amerykańskich aktywów finansowych w oparciu o:

– spostrzeżenie, że gospodarka amerykańska jest bardziej uzależniona od zagranicznych prywatnych inwestycji niż oficjalnych, z kolei udział aktywów dolarowych w posiadaniu podmiotów zagranicznych jest mniejszy w porównaniu do rezydentów krajowych.

---

[68] Szerzej na temat dywersyfikacji instrumentów alokowania rezerw walutowych: P. Wooldridge, *The changing composition of official reserves*, „BIS Quarterly Review", September 2006; G. Galati, P. Wooldridge, *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?*, BIS Working Paper, no. 218/2006.

[69] E. Truman, A. Wong, *The case…*

Udział zagranicznych należności sektora oficjalnego w całkowitych zagranicznych należnościach finansowych USA w 2004 r. wynosił mniej niż połowę udziału z II połowy lat 70., kiedy to kształtował się na poziomie ok. 40%. W szczytowym momencie, w 1977 r., udział należności sektora oficjalnego wyniósł 74%;

– brak (lub słaby) związek między kształtowaniem się kursu USD i deficytu bilansu płatniczego a fluktuacjami w udziale sektora oficjalnego w napływie kapitału do USA.

Dodatkowo wiele czynników wpływa na napływ kapitału zagranicznego (zarówno oficjalnego, jak i prywatnego, brutto, jak i netto) do kraju, rachunek obrotów bieżących, kształtowanie się kursu USD i wskaźniki gospodarcze USA. Ponadto, dane są mierzone *ex post* – po dostosowaniu się cen, stóp procentowych, kursów walutowych i wskaźników sfery realnej. Dane te (np. z międzynarodowej pozycji inwestycyjnej) nie pozwalają wyciągnąć wniosków o *ex ante* motywacjach różnych kategorii inwestorów.

Teza o nadinterpretacji roli zagranicznego sektora oficjalnego w posiadaniu aktywów dolarowych jest dyskusyjna i nie znajduje jednoznacznego potwierdzenia w literaturze[70].

W analizie zmian zasobu rezerw walutowych należy uwzględnić trzy źródła:

- zmiany wynikające ze zmian kursowych,
- dochód z płatności odsetkowych (*interest income or coupon payments*),
- zmiany w wartości aktywów[71].

Skala udziału euro w rezerwach walutowych wykazuje nieznaczne różnice w zależności od źródła statystyk (dane EBC, MFW, BIS). Zgodnie z danymi MFW, udział euro w strukturze walutowej rezerw wzrósł z 17,9% w 1999 r. do 24,3% w sierpniu 2005 r. (według standardu COFER).

Interesujące są badania EBC, koncentrujące się na analizie zmian kompozycji w okresie silnej akumulacji rezerw i zmian kursowych. Zgodnie z nimi procentowy udział aktywów denominowanych w euro wzrósł z 19,3% (2002) do 24,2% (2005), dane w bieżących kursach walutowych. Należy jednak zwrócić uwagę na różne tendencje w krajach rozwiniętych i rozwijających się. Wzrost ten wynikał ze wzrostu popytu na rezerwy denominowane w euro ze strony

[70] Dla przykładu, wspomniany już N. Roubini i B. Setser twierdzą, że USA jest silnie uzależniona od finansowania przez zagraniczny sektor oficjalny – 88% amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących było w 2003 r. finansowane przez zagraniczne banki centralne. Również M. Chinn i J. Frankel zauważają, że w wyniku strategii akumulacyjnych zagraniczne banki centralne finansują w znacznie większym stopniu amerykański deficyt płatniczy w stosunku do początku dekady, kiedy to dominującą rolę odgrywał sektor prywatny.

[71] Dla przykładu, jeśli Bank Kanady utrzymuje obligacje denominowane w jenie o wartości 1mld dolarów kanadyjskich, wartość portfela wzrośnie, jeśli jen ulegnie aprecjacji w stosunku do dolara lub jeśli stopy procentowe w Japonii spadną, podnosząc cenę obligacji w jenie.

krajów rozwijających się – udział euro w ich strukturze wzrósł z 16,2% (2001 r.) do 28,5% (2005) (tabela 32)[72].

Tabela 32. Udział walut w oficjalnych aktywach rezerwowych (jako procent wszystkich posiadanych aktywów, dane na koniec roku)

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wszystkie kraje						
USD	66,6	66,9	63,5	63,8	65,8	66,7
Euro	16,3	16,7	19,3	19,7	24,9	24,2
Jen	6,2	5,5	5,2	4,8	3,9	3,6
Funt szterling	3,8	4,0	4,4	4,4	3,4	3,6
Frank szwajcarski	0,5	0,5	0,6	0,4	b.d.	b.d.
Pozostałe	6,6	6,4	7,1	6,8	2,0,	1,8
Kraje uprzemysłowione						
USD	72,5	72,7	69,1	70,8	71,5	73,6
Euro	17,2	17,5	21,3	20,9	20,8	19,0
Jen	6,3	5,6	4,6	4,0	3,6	3,4
Funt szterling	2,0	1,8	2,2	1,7	1,9	2,1
Frank szwajcarski	0,2	0,3	0,6	0,2	b.d.	b.d.
Pozostałe	1,8	2,1	2,2	2,3	2,3	1,8
Kraje rozwijające się i *emerging markets*						
USD	62,2	62,9	59,8	59,3	60,2	61,0
Euro	15,6	16,2	17,9	18,9	29,0	28,5
Jen	6,1	5,4	5,5	5,2	4,1	3,7
Funt szterling	5,1	5,4	5,8	6,2	4,9	4,9
Frank szwajcarski	0,7	0,6	0,6	0,6	b.d.	b.d.
Pozostałe	10,2	9,4	10,4	9,8	1,8	1,9

Źródło: „Review of the International Role of the Euro", ECB, January 2005, June 2007.

W odniesieniu do krajów rozwiniętych, można zauważyć wzrost rezerw w euro w latach 2002–2003, co należy przede wszystkim tłumaczyć pozytywnym efektem kursowym. W 2002 r. po raz pierwszy od wprowadzenia euro wzrost jego roli w strukturze rezerw należy przypisać w pierwszej kolejności efektowi cenowemu (aprecjacja kursu), przewyższającemu efekt ilościowy. Dla porównania, mimo wzrostu aktywów dolarowych w rezerwach walutowych

[72] Dla porównania, zgodnie z danymi BIS, udział euro w strukturze walutowej rezerw krajów rozwijających się wzrósł z 20% w 1999 r. do 30% w 2006 r. Za: P. Wooldridge, *The changing composition...* Realokacja ta wynikająca z faktu stosowania standardu walutowego opartego na euro oraz bliskich związkach handlowych i finansowych z krajami strefy euro jest porównywana do efektu wzrostu roli DEM jako waluty rezerwowej w latach 80.

o wartości 263 mld SDR deprecjacja kursu zmniejszyła wartość waluty w portfelu o ponad 100 mld SDR (tabela 33). Z kolei w roku 2005 na udział euro w strukturze rezerw miał wpływ negatywny efekt kursowy, odzwierciedlający deprecjację euro w stosunku do USD.

Tabela 33. Kompozycja walutowa oficjalnych rezerw walutowych (stan na koniec roku, w mld SDR)

	2000	2001	2002	2003
USD				
Zmiana w posiadaniu	142,2	89,3	20,7	161,2
Zmiana ilości	97,3	54,4	102,1	263,0
Zmiana ceny	44,9	34,8	–81,4	–101,8
Wartość na koniec roku	934,4	1 023,6	1 044,3	1 205,5
Euro				
Zmiana w posiadaniu	63,6	27,2	60,9	55,5
Zmiana ilości	67,2	31,2	33,7	21,7
Zmiana ceny	–3,7	–4,0	27,2	33,9
Wartość na koniec roku	228,6	255,8	316,7	372,2

Źródło: jak w tab. 32.

Potwierdza to tezę, że w zarządzaniu rezerwami banków centralnych nie dokonuje się równoważenia efektu kursowego poprzez zmiany w portfelu tak, aby utrzymywać ilość danej waluty na stałym poziomie. Dotyczy to zarówno zarządzania portfelem aktywów dolarowych, jak i euro, a także jest szczególnie widoczne w krajach utrzymujących rezerwy dla motywu interwencyjno-płynnościowego[73]. Zgodnie z klasyfikacją dywersyfikacji rezerw zaproponowaną przez E. Trumana i innych[74] mamy tu do czynienia ze zjawiskiem pasywnej dywersyfikacji rezerw. Ich zdaniem, określeniem tym można posługiwać się głównie w odniesieniu do krajów rozwiniętych, w odróżnieniu do „aktywnej dywersyfikacji rezerw" jako świadomej strategii inwestycyjnej stosowanej przez kraje akumulujące duże rezerwy, w dużej mierze kraje rozwijające się i *emerging markets*.

[73] Jak wykazuje P. Wooldridge (*The changing composition…*), fluktuacje w udziale USD w strukturze rezerw w analizie krótkookresowej należy głównie przypisać wahaniom kursowym, a nie znacznym wahaniom popytu. W latach 1985–1987 i 2002–2004, a więc w okresach deprecjacji USD, udział waluty w strukturze rezerw zmalał mimo wzrostu udziału ilościowego. Analogicznie, w okresach aprecjacji USD (1981–1984 oraz 1999–2001), udział USD w strukturze rezerw rósł mimo spadku udziału ilościowego.

[74] E. Truman, A. Wong, *The case…*

Analizując wpływ akumulacji rezerw walutowych na ich kompozycję, należy pamiętać, że ma ona głównie miejsce w krajach, których waluty są *de jure* lub *de facto* powiązane z USD, co zważywszy na wysuwaną tezę o wiodącej roli *currency peg* jako determinanty kompozycji rezerw, wzmacnia perspektywy USD jako waluty rezerwowej. W krajach, w których euro odgrywa rolę jako waluta zaczepu, ma miejsce znacznie skromniejsza akumulacja rezerw.

Podkreślane w literaturze determinanty związane z czynnikiem, jakim jest kierunek i skala związków handlowych i finansowych, znajdują potwierdzenie w analizie geograficznej dystrybucji aktywów rezerwowych. Badania wykazały, że udział euro jest faktycznie niski w strukturze rezerw banków centralnych krajów azjatyckich. W odróżnieniu, kraje europejskie utrzymują 98% rezerw w aktywach denominowanych w euro. Kompozycja rezerw faktycznie odzwierciedla czynnik geograficzny, który z kolei wynika w dużej mierze z uwarunkowań historycznych i generuje inercję.

Tabela 34. Kompozycja rezerw jako procent utrzymywanych rezerw w podziale na regiony – wyniki badań ankietowych

Region	Zakres posiadanych aktywów dolarowych	Średni poziom utrzymywanych aktywów dolarowych	Zakres posiadanych aktywów w euro	Średni poziom utrzymywanych aktywów euro
Afryka	40–100	62	0–30	18
Azja (*emerging*)	24–85	60	0–16	6
Europa (*emerging*)	1–80	39	11–98	50
Zachodnia Półkula	0–100	77	0–50	14
Całość	0–100	57	0–98	29

Źródło: „Review of the International Role of the Euro", ECB, December 2003 (badania ankietowe przeprowadzone w 2002 r., uczestniczyło 54 banków centralnych posiadających prawie połowę światowych zasobów rezerw).

Większość aktywów w euro jest utrzymywana w niemieckich i francuskich długoterminowych papierach skarbowych, jednak brak jest dokładnych statystyk odnośnie do geograficznej dystrybucji aktywów wśród banków centralnych i innych instytucji utrzymujących rezerwy walutowe w euro[75].

Interpretując brak gwałtownej zmiany kompozycji rezerw w kierunku euro, wskazuje się na[76]:

[75] Za: *The accumulation of foreign reserves…*

[76] Za: B. Eichengreen, D. Mathieson, *The currency composition…*

– stabilność popytu na dolara, co wynika w dużej mierze z częstego wykorzystywania tej waluty jako denominatora (kraje azjatyckie), a także z wciąż atrakcyjniejszego (bardziej płynnego i innowacyjnego) amerykańskiego rynku finansowego;

– istnienie *network externalities* – w wyniku czego nieznaczne zmiany w kształtowaniu się determinant nie przekładają się na zmiany kompozycji rezerw, przynajmniej w krótkim okresie;

– fakt, że reputacja prowadzenia wiarygodnej, antyinflacyjnej polityki pieniężnej (co jest warunkiem uzyskania statusu waluty rezerwowej) wymaga w przypadku nowej waluty czasu.

E. Papaioannou i inni[77], przeprowadzając symulacje optymalnej kompozycji rezerw, wykazują jednak, że faktyczny udział euro w rezerwach jest zawyżony w stosunku do udziału wynikającego z symulacji opartej na klasycznych determinantach. Sugeruje to – zdaniem autorów – wzmocnioną rolę euro jako waluty międzynarodowej („*punching above its weight*"), co odbywa się raczej kosztem jena, funta i franka szwajcarskiego aniżeli USD.

Oceniając perspektywy euro jako waluty rezerwowej, E. Papaioannou i inni są jednak bardziej optymistyczni. Wzrost płynności i emisji aktywów denominowanych w euro przez podmioty spoza strefy euro[78] oraz wzrastający udział strefy euro w handlu międzynarodowym stanowią już dziś bodziec do dywersyfikacji rezerw i odejścia od USD. Największym wyzwaniem dla USD będzie jednak sytuacja, kiedy ulegnie zwiększeniu liczba krajów, dla których euro stanie się walutą odniesienia przy konstruowaniu odpowiedniego reżimu kursowego[79]. Za potwierdzenie tej tezy można uznać decyzję Banku Rosji z grudnia 2005 r. dotyczącą wzrostu udziału euro w strukturze rezerw z 33% (w połowie 2005 r.) do 40%, co nastąpiło właśnie po zwiększeniu roli euro w konstruowaniu koszyka walutowego[80].

---

[77] E. Papaioannou i in., *Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar*, ECB Working Paper, no. 694/2006.

[78] Zadłużenie międzynarodowe denominowane w euro przez podmioty spoza UGiW wzrosło z 20% w 1999 r. do 30% w 2003 r. Jak wykazują C. Detken i P. Hartmann (*Features of the euro's role in international financial markets*, „Economic Policy" 2002, vol. 35), podaż denominowanych w euro aktywów poza strefą euro przewyższa nawet popyt. Za: M. Chinn, J. Frankel, *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, NBER Working Paper, no. 11 510, 2005.

[79] W swoich symulacjach wykazują jednak, że nawet jeśli kraje azjatyckie zwiększyłyby obroty handlowe z krajami strefy euro i emitowały aktywa denominowane w euro tak długo jak ich waluty będą powiązane z USD, jest mało prawdopodobne, by odeszły od USD w swoich portfelach rezerw. Na rzecz euro jako waluty rezerwowej przemawia jednak fakt, że obecnie blisko 50 krajów ma powiązane swoje waluty z euro. Mimo, że są to głównie nowi członkowie UE i kraje sąsiadujące, również odleglejsze kraje o wysokim poziomie rezerw (Rosja, Libia) używają euro w konstrukcji koszyka walutowego.

[80] Za: *The global importance of the euro*, przemówienie wygłoszone przez L. Papademos 17.11.2006, www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061117.en.html.

Mimo, że wzrost udziału euro w rezerwach walutowych jest w dużej mierze wynikiem jego aprecjacji w latach 2002–2004 oraz zmian w metodologii publikowania statystyk przez MFW[81], euro zyskuje powoli i systematycznie na znaczeniu jako aktyw rezerwowy, szczególnie w grupie krajów rozwijających się.

Na podstawie wyodrębnionych przez siebie determinant i przeprowadzonych w oparciu o nie symulacji M. Chinn i inni przewidują, że przejęcie przez euro funkcji wiodącej waluty rezerwowej zależy od tego, czy[82]:

– Wielka Brytania i inne kraje UE przystąpią do strefy euro, co spowodowałoby, że rozmiar gospodarki UGiW przekroczyłby rozmiar gospodarki amerykańskiej;

– polityka makroekonomiczna prowadzona w USA doprowadzi do podważenia zaufania w wartość USD w wyniku inflacji i deprecjacji.

Zakładając spełnienie obu warunków (przystąpienie Wielkiej Brytanii i pozostałych krajów UE do strefy euro do 2020 r. oraz utrzymujący się trend deprecjacyjny dolara) euro może uzyskać status głównej waluty rezerwowej do 2022 r.

Czynnikiem mogącymi stymulować globalną dywersyfikację rezerw, oprócz wzrastającej płynności rynku instrumentów finansowych denominowanych w euro, jest powstanie i rozwój funduszy obligacji denominowanych w walutach azjatyckich, co sprawiło że pojawiła się alternatywa dla instrumentów, w które azjatyckie banki centralne mogą inwestować rezerwy walutowe.

3. Alternatywne wykorzystywanie zakumulowanych aktywów rezerwowych

Innowacyjne wykorzystywanie zakumulowanych aktywów rezerwowych należy postrzegać jako strategie obniżania kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw. MFW nie zalicza „innowacyjnych" zastosowań aktywów zagranicznych do rezerw walutowych, gdyż nie mają one zastosowań dla celów polityki kursowej.

Do dwóch podstawowych innowacyjnych współczesnych zastosowań aktywów rezerwowych należą:

---

[81] Od końca 2005 r. dane COFER są publikowane w oparciu tylko o rezerwy banków centralnych udostępniających swoje dane MFW. Wcześniej, w sytuacji braku dostarczenia odpowiednich danych przez bank centralny, MFW samodzielnie szacował wysokość posiadanych rezerw. Ponieważ kraje akumulujące rezerwy nie są w dużej mierze obejmowane statystykami COFER, zaś akumulacja ma miejsce głównie w aktywach dolarowych, zawyża to skalę euro jako waluty rezerwowej. Implikacje tego są znaczące – kompozycja walutowa ponad 46% zakumulowanych w ostatnich 2 latach rezerw walutowych jest nieobjęta statystykami COFER (za: ‚*Review of the international role of role of the euro*, ECB June 2007).

[82] M. Chinn, H. Ito, *A new measure*…

1) inwestycje w alternatywne fundusze – chodzi tutaj głównie o fundusze ropy naftowej (*oil funds*). Uzasadnieniem ich powstawania w ostatnich latach jest zmienność i nieprzewidywalność cen ropy. Fundusze te klasyfikuje się na dwie kategorie:

– fundusze stabilizacyjne (*stabilisation funds*), mające stabilizować dochody budżetowe wobec zmienności cen surowca. W sytuacji spadku cen surowca, część środków jest transferowana do budżetu. Efektywność funduszy w stabilizowaniu wydatków budżetowych jest kontrowersyjna. Badania empiryczne prowadzone przez MFW wykazują, że oprócz Norwegii, w ostatnich latach nie było widocznego związku między dochodami z eksportu ropy naftowej i wydatkami budżetowymi. Wynika z tego, że fundusze stabilizacyjne nie mogą być substytutem rozsądnej polityki fiskalnej[83];

– fundusze oszczędnościowe (*saving funds*), mające stanowić zabezpieczenie dla przyszłych pokoleń.

Niektóre fundusze realizują jednocześnie oba cele;

2) pomoc w rozwiązaniu finansowych problemów innych sektorów gospodarki.

Do takich działań należy dokapitalizowanie banków krajowych (Chiny), realizacja projektów inwestycyjnych w gospodarce (Tajwan) czy też spłata zadłużenia (Rosja[84], Argentyna).

W 2004 r. bank centralny Chin ogłosił, że transferuje 45 mld USD z rezerw walutowych do dwóch flagowych państwowych banków komercyjnych: Bank of China oraz Construction Bank of China, aby wzmocnić ich bazę kapitałową. Podobny zabieg przeprowadził w 2005 r., transferując 15 mld USD do Industrial and Commercial Bank of China. Łącznie wsparcie finansowe otrzymały trzy spośród czterech wiodących państwowych banków komercyjnych. Operacje te nie wpłynęły na bazę monetarną oraz nie wywarły ciśnienia na kurs renminbi. Działania ta należy uznać za bezprecedensową strategię rządową restrukturyzowania państwowego sektora bankowego w tym sensie, że prowadziły do wzrostu pasywów, a nie transferowania aktywów.

Innym przykładem jest Tajwan, gdzie 15 mld USD zostało ulokowanych w sektorze bankowym dla realizacji projektów inwestycyjnych mających zdynamizować wzrost gospodarczy.

Tak więc innowacyjne sposoby wykorzystania aktywów zagranicznych stanowią przykład pomostu między polityką monetarną i kursową a polityką fiskalną, między wymiarem makro a mikro polityki gospodarczej oraz między zarządzaniem ryzykiem kursowym przez bank centralny a zarządzaniem instru-

[83] Za: *The accumulation of foreign reserves…*

[84] Rosja na mocy porozumienia z Klubem Paryskim z 2005 r. dokonała z aktywów zagranicznych, wynoszących 15 mld USD, utrzymywanych w funduszu stabilizacyjnym, przedterminowej spłaty zadłużenia zagranicznego, co stanowiło największy wykup długu w historii Klubu Paryskiego.

mentami będącymi w posiadaniu innych podmiotów i niekwalifikowanymi do aktywów rezerwowych. Jednocześnie, konwersja krótkoterminowych aktywów finansowych i monetarnych w aktywa długookresowe (niekoniecznie finansowe) może dostarczać niektórym krajom istotnego narzędzia służącego stopniowej, kontrolowanej dywersyfikacji ryzyka wynikającej ze zmiany wartości aktywów dolarowych[85].

4. Państwowe Fundusze Majątkowe (Sovereign Wealth Funds – SWF) jako „bliskie substytuty" rezerw walutowych

Kolejnym ciekawym obszarem analiz są badania dotyczące transformacji rezerw walutowych w tzw. SWF.

4.1. Istota i klasyfikacje SWF

SWF nie są nową jakością w gospodarce globalnej. W istocie, pierwsze SWF powstawały ok. 25 lat temu, zakładane przez kraje bogato wyposażone w surowce naturalne (tzw. SWF pierwszej generacji). Jednak w ostatnim czasie stały się istotną kategorią inwestorów ze względu zarówno na rosnącą ich ilość, jak i wartość aktywów będących w ich posiadaniu.

Jako pierwszy termin „SWF" wprowadził A. Razanov w 2005 r., zwracając uwagę na fakt, że „nie są to tradycyjne państwowe fundusze emerytalne ani rezerwy walutowe służące ochronie kursu walutowego, ale odmienny typ podmiotu łączący obie powyższe cechy"[86].

Licznie formułowane od tego czasu definicje SWF koncentrują się na ich trzech cechach, nieco odmiennie akcentując poszczególne elementy:

1. Co było źródłem finansowym powstania SWF (rezerwy walutowe).
2. Jakie kategorie aktywów utrzymują SWF (aktywa zagraniczne).
3. Jak SWF są zarządzane (oddzielnie od rezerw walutowych).

J. Aizenman definiuje SWF jako „fundusze oszczędnościowe (*saving fund*) kontrolowane przez suwerenną władzę rządową, która utrzymuje i zarządza aktywami zagranicznymi"[87]. Zgodnie z interpretacją MFW, SWF są to „specjal-

[85] *The accumulation of foreign reserves…*

[86] A. Razanov, *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal" 2005, vol. XV, no. 4.

[87] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, SCIIE/Department Working Paper, International Finance, December 2008.

ne fundusze inwestycyjne (*special investment funds*) tworzone lub będące w posiadaniu rządu w celu utrzymywania aktywów zagranicznych dla celów długookresowych"[88]. Według definicji OECD, SWF są „instrumentami inwestycyjnymi posiadanymi przez władzę rządową, pochodzącymi z rezerw walutowych"[89]. Zdaniem S. Mezzacapo, powyższe definicje są niepełne, gdyż nie uwzględniają niektórych funduszy klasyfikowanych do SWF, których zasady funkcjonowania nie mieszczą się w powyższych ramach, np. przypadku:

– Korea Investment Corporation (KIK) oraz Hong Kong Monetary Authority (HKMA), które nie zarządzają rezerwami walutowymi w sposób całkowicie oddzielny od innych portfeli;

– Temasek, Khazanah (Malezja) oraz SASCA (Chiny), gdzie SWF albo nie są finansowane z aktywów zagranicznych, albo aktywa są inwestowane głównie na rynkach krajowych.[90]

Dlatego też szeroka definicja SWF, zaproponowana przez EBC, lepiej oddaje istotę SWF. Zgodnie z definicją EBC, SWF to „publiczne agencje inwestycyjne (*public investment agencies*), które zarządzają częścią (zagranicznych) aktywów państwowych"[91]. Również Komisja Europejska stosuje szeroką definicję SWF, jako „będące w państwowym posiadaniu narzędzia inwestycyjne (*investment vehicle*), które zarządzają zdywersyfikowanym portfelem krajowych i międzynarodowych aktywów finansowych. Ponadto, są one z reguły (ale niekoniecznie):

– złożone z zakumulowanych rezerw walutowych,

– zarządzane oddzielnie od rezerw walutowych (np. z większą akceptacją ryzyka dla osiągnięcia wyższej stopy zwrotu)"[92].

Charakteryzując istotę SWF, podkreśla się, że ich wspólną cechą odróżniającą je od innych instrumentów inwestycyjnych i inwestorów instytucjonalnych jest „ustrój własnościowy" („*property regime*"). Cechą charakterystyczną SWF jest bowiem fakt, że są one:

– państwowe,

– zarządzane (bezpośrednio lub pośrednio) w interesie kraju dokonującego inwestycji[93].

---

[88] *Global financial stability report*, IMF, October 2007.

[89] *Report on „Sovereign Wealth Funds and recipient country policies"*, OECD Investment Committee, 4 April 2008.

[90] S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, no. 378/April 2009.

[91] R. Beck, M. Fidora, *The impact of Sovereign Wealth Funds on the global financial markets*, ECB Occassional Paper, no. 91/2008.

[92] European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, „A common European approach to Sovereign Wealth Funds"*, COM (2008), 115 final, 27.02.2008.

[93] S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…*

Szeroką definicję SWF zaproponowała także Międzynarodowa Grupa Robocza ds. SWF (International Working Group of SWFs – IWG-SWF), składająca się z 26 krajów członkowskich MFW, posiadających SWF. Formułując *Generalne zasady i praktyki S*WF (*Generally Accepted Principles and Practices* – GAPP), zwane także Zasadami z Santiago (*Santiago Principles*), zdefiniowała SWF jako „specjalnego przeznaczenia fundusze inwestycyjne lub porozumienia, tworzone przez rząd centralny do realizacji celów makroekonomicznych, będące w posiadaniu rządu centralnego, który utrzymuje, zarządza lub administruje aktywami dla osiągnięcia celów finansowych, stosując rozmaite strategie inwestycyjne, w tym inwestowanie z zagraniczne aktywa finansowe. SWF są z reguły tworzone z nadwyżek bilansu płatniczego i fiskalnych, operacji dewizowych, procesów prywatyzacyjnych, oraz/lub dochodów pochodzących z eksportu *commoditites*".

IWG definiuje SWF w drodze wykluczania, w ten sposób z SWF wykluczone są:

– rezerwy walutowe utrzymywane przez władze monetarne dla celów bilansu płatniczego i polityki monetarnej,

– operacje przedsiębiorstw państwowych w tradycyjnym rozumieniu,

– narodowe fundusze emerytalne o umownych pasywach (zapewniających stały dopływ funduszy) chroniących je przed wykorzystaniem środków dla celów polityki makroekonomicznej,

– aktywa zarządzane dla korzyści podmiotów prywatnych,

– rządowe fundusze pożyczkowe (głównie krajowe fundusze),

– banki będące w posiadaniu państwa (np. narodowe banki rozwoju) działające raczej jako pośrednicy niż dla ogólnych celów gospodarczych.

Podkreślenie w definicji GAPP państwowego charakteru SWF jasno od strony operacyjnej i prawnej wyklucza z rozumienia SWF inne państwowe aktywa i źródła bogactwa (przede wszystkim rezerwy walutowe). Zdefiniowanie w bardzo szeroki sposób pasywów SWF powoduje, że SWF może zawierać aktywa rezerwowe, ale jednocześnie nie wszystkie rezerwy walutowe są zaliczane do SWF.

Definiowanie SWF w drodze wykluczenia jest o tyle racjonalne, że SWF stanowią heterogeniczny zbiór różnych rządowych porozumień inwestycyjnych specjalnego przeznaczenia, są w różny sposób ustanowione od strony prawnej i zarządzane.

Wydaje się, że ze względu na regulacyjną arbitralność poszczególnych krajów w definiowaniu SWF, nawet uzgodnienie spójnej, prawnej definicji SWF może nie być wystarczającym czynnikiem ułatwiającym analizę tych podmiotów. Potrzebne jest ustanowienie organu/podmiotu, który byłby upoważniony do decydowania, czy dany rządowy instrument inwestycyjny należy traktować jako SWF, czy też nie.

Zgodnie z definicją MFW oraz regulacjami rynku finansowego UE, SWF nie mieszczą się w kategorii funduszy inwestycyjnych, głównie ze względu na naturę ich pasywów. Zgodnie z *aquis communautaire* SWF bliższe są pojęciu „firma inwestycyjna" niż „fundusz inwestycyjny"[94].

Uznając różnorodność SWF, należałoby dokonać pogrupowania SWF ze względu na źródło pochodzenia funduszy (*source of wealth*) oraz cel (*policy objectives*). Popularną metodą klasyfikacji SWF jest dokonanie rozróżnienia na surowcowe (*commodity*) *versus* niesurowcowe (*non-commodity*) SWF. Punktem wyjścia tej klasyfikacji jest rozróżnienie źródeł pochodzenia ich aktywów zagranicznych. *Commodity SWF* są zakładane przez kraje będące eksporterami surowców naturalnych, najczęściej ropy naftowej i gazu (będące bezpośrednimi właścicielami *commodities*, lub czerpiącymi dochody poprzez ich opodatkowanie). Do tej kategorii należą SWF ustanowione w krajach Zatoki Perskiej, Norwegii, Rosji (np. Norway Government Pension Funds). Są one zakładane dla realizacji różnych celów krajowych, min. stabilizowania dochodów fiskalnych, zarządzania międzypokoleniowymi oszczędnościami (*wealth sharing across generations*), sterylizacji efektów wpływu nadwyżki bilansu płatniczego na krajową inflację. *Non-commodity SWF* są zakładane w drodze transferu (nadmiernie zakumulowanych) aktywów z oficjalnych aktywów rezerwowych w celu zwiększenia dochodowości inwestycji (Chiny, inne kraje azjatyckie, np. GIC, KIC, HKMA Exchange Fund).

Ze względu na cel i realizowaną politykę inwestycyjną, SWF można pogrupować, zgodnie z taksonomią MFW, na[95]:

– fundusze stabilizacyjne – ustanawiane przez kraje bogato wyposażone w surowce naturalne w celu izolowania budżetu i gospodarki od zmiennych cen surowców;

– fundusze oszczędnościowe – ustanawiane w celu podziału bogactwa między pokoleniami, lub realizacji innych długookresowych celów (np. w celu uniknięcia efektów „zarazy holenderskiej"[96]);

– rezerwowe korporacje inwestycyjne – ustanawiane jako wydzielona prawnie jednostka w celu redukcji kosztów utrzymywania rezerw walutowych lub prowadzenia polityki inwestycyjnej, mającej w celu zwiększenia stopy

[94] *Ibidem.*

[95] *Ibidem.*

[96] Syndrom „zarazy holenderskiej" wynika z obaw, że nadmierny napływ waluty zagranicznej (np. w wyniku gwałtownego wzrostu cen eksportowanych *commodities*, pomocy zagranicznej lub bezpośrednich inwestycji zagranicznych), może zostać zamieniony na walutę krajową, wydaną następnie na towary krajowe nie będące przedmiotem wymiany międzynarodowej. Może to doprowadzić do realnej aprecjacji kursu walutowego, która następnie może osłabić konkurencyjność krajowego eksportu (*spending effect*) oraz przekierować czynnik pracy i kapitału do sektorów doświadczających wzrost krajowego popytu (*resource movement effect*).

zwrotu z posiadanych aktywów. Często aktywa tych jednostek są nadal wliczane do rezerw walutowych;

– fundusze rozwojowe – ustanawiane w celu realizacji celów społeczno-ekonomicznych (np. rozwój infrastruktury);

– rezerwowe fundusze emerytalne – mające w bilansie wyspecyfikowane pasywa.

Zdecydowana większość SWF należy do dwóch pierwszych typów funduszy. Stosunkowo niewiele funkcjonuje pozostałych typów SWF. Niektóre realizują kilka celów (szczególnie jest to widoczne w przypadku *commodity* SWF), istnieją też kraje mające więcej niż jeden SWF realizujący kilka celów (Chile, Rosja, Singapur).

Tabela 35 prezentuje SWF w podziale na źródło zasobów i realizowany cel strategiczny.

Tabela 35. Klasyfikacja SWF

Źródło	Rok ustanowienia	Kraj	Cel ustanowienia			
			Stabilizacja makroekonomiczna	Oszczędzanie	Emerytalny fundusz rezerwowy	Inwestowanie rezerw
1	2	3	4	5	6	7
Ropa naftowa i gaz	1953	Kuwejt	Kuwait Investment Authority, General Reserve Fund	Kuwait Investment Authority, Future Generations Fund		
	1976	Kanada		Alberta Heritage Savings Trust Fund		
	1976	Zjednoczone Emiraty Arabskie		Abu Dhabi Investment Authority		
	1976	USA		Alaska Permanent Fund		
	1980	Oman		State General Reserve Fund		
	1983	Brunei		Brunei Investment Agency		
	1996	Norwegia	Government Pension Fund-Global	Government Pension Fund-Global	Government Pension Fund-Global	
	1999	Azerbejżan	State Oil Fund	State Oil Fund		
	2000	Iran	Oil stabilization Fund			
	2000	Meksyk	Oil Revenues Stabilization Fund			

Tab. 35. (cd.)

1	2	3	4	5	6	7
	2000	Katar		Qatar Investment Authority		
	2000	Trinidad i Tobago	Heritage and Stabilization Fund	Heritage and Stabilization Fund		
	2001	Kazachstan	National Fund			
	2002	Gwinea		Fund for Future Generations of Equatorial Guinea		
	2004	Sao Tome and Principe		National Oil Account		
	2005	Timor	Petroleum Fund	Petroleum Fund		
	2006	Bahrajn	The Future Generations Reserve Fund	The Future Generations Reserve Fund		
	2006	Libia		Libyan Investment Authority		
	2008	Rosja	Reserve Fund		National Wealth Fund	
Inne „Commodities”	1956	Kiribati		Kiribati Revenue Equalization Fund		
	1996	Botswana		Botswana Pula Fund		
	2006	Chile			Pension Reserve Fund	
	2007	Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)			
Nadwyżki fiskalne	1974	Singapur		Temasek		
	1981	Singapur				Government of Singapore Investment Corporation
	1993	Malezja		Khazanah Nasional BHD		
	2000	Irlandia			Ireland National Pensions Reserve Fund	
	2001	Nowa Zelandia			New Zealand Siperannuation Fund	

1	2	3	4	5	6	7
	2004	Australia			Australia Future Fund	
	2005	Korea				Korea Investment Corporation
Rezerwy walutowe	1981	Singapur				Government of Singapore Investment Corporation
	2005	Korea				Korea Investment Corporation
	2007	Chiny				China Investment Corporation

Źródło: E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena, vol. 37, no. 3/2008.

Jak wynika z tabeli 35, SWF są ustanawiane w celu zarządzania aktywami pochodzącymi z nadwyżek płatniczych (przede wszystkim z eksportu *commodities*), oficjalnych operacji dewizowych, wpływów z prywatyzacji i nadwyżek fiskalnych, wpływów z likwidacji lub sprzedaży majątku. Szacunki wykazują, że ok. 2/3 całkowitych aktywów SWF pochodzi w wpływów z eksportu ropy naftowej i gazu, resztę stanowią aktywa będące w posiadaniu azjatyckich krajów nadwyżkowych[97].

Wzrost SWF może być postrzegany jako konsekwencja narastających nadwyżek na rachunku obrotów bieżących i akumulacji aktywów zagranicznych netto. SWF są wówczas „produktem ubocznym" (*by-product*) nadwyżek płatniczych, charakteryzujących się tym że władza rządowa chce przejąć kontrolę nad akumulowanymi aktywami zagranicznymi. Właśnie SWF jako „*by-product*" nadwyżek płatniczych rodzi największą niepewność z punktu widzenia stabilności gospodarki globalnej w kontekście nierównowag globalnych.

Można powiedzieć, że gwałtowny wzrost SWF odzwierciedla zmianę jaka zaszła w gospodarkach emerging markets, które ewoluowały z pozycji światowych dłużników na światowych wierzycieli[98].

SWF są z definicji utrzymywane przez rząd, jednak ze względu na fakt, że zawierają zasoby finansowe denominowane w walutach obcych są uznawane za „bliskie substytuty" (*close substitutes*) rezerw walutowych. Ze względu na stosunkowo wysoki poziom płynności aktywów, fundusze zgromadzone w SWF mogą być wykorzystywane dla tych samych celów prewencji i zarządzania

[97] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds…*
[98] S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…*

kryzysami walutowymi, jak rezerwy walutowe. Stąd w empirycznej ocenie zjawiska rezerw walutowych uwzględnienie ich aktywów ma istotne znaczenie.

Postulowane przez E. Alberola i innych[99] łączne traktowanie SWF i rezerw walutowych jako SEA (*Sovereign External Asets*) wynika z faktu, że obie formy akumulacji aktywów zagranicznych oznaczają odpływ kapitału, gdzie inwestorem jest instytucja publiczna[100].

W rzeczywistości, co podkreśla E. Truman i inni, linia podziału między rezerwami walutowymi banku centralnego a rządowymi inwestycjami w waluty obce jest arbitralna[101].

Podstawowa różnica między rezerwami walutowymi a SWF sprowadza się do motywów ich akumulacji.

Tabela 36. Rozmiar, cele i struktura inwestycyjna SEAs

Cecha	Rezerwy walutowe banków centralnych	SWF	SWF założone z transferu rezerw
Rozmiar	6000 mld USD	1950 mld USD (*commodity* SWF) 300 mld (*non-commodity* SWF) [+70 mld USD w aktywach krajowych]	100 mld USD (ok.) [+100 mld USD w aktywach krajowych]
Cel	Przezornościowy Produkt uboczny zarządzania kursem walutowym	Wygładzanie wpływu zmian cen *commodities* (lub nadwyżek fiskalnych) na cykl *commodities*/fiskalny, lub alokacja zasobów dla przyszłych pokoleń	Redukcja kosztów ponadopytmalnej akumulacji rezerw
Strategia inwestycyjna	Płynność	Długookresowa Konserwatywna Niska awersja do ryzyka Dywersyfikacja	Długookresowa Konserwatywna Niska awersja do ryzyka
Z punktu widzenia bilansu – strona aktywów	O stałym dochodzie	Akcje O stałym dochodzie Private equity Depozyty	Akcje O stałym dochodzie
Z punktu widzenia bilansu – strona pasywów	Gotówka Obligacje z operacji sterylizacyjnych	Kapitał	Dług wobec banku centralnego

Źródło: jak w tab. 35.

[99] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena" 2008, vol. 37, no. 3.

[100] Są jeszcze inne przepływy kapitałowe publiczne lub *quasi*-publiczne (np. inwestycje przedsiębiorstw państwowych zagranicą), jednak autorzy nie uwzględniają ich w analizie SEA, ze względu na ich neutralność dla zjawiska *global imbalances*.

[101] E. Truman, A. Wong, *The case...*

Ponadto, inny jest rozkład kosztów związanych z akumulacją obu form SEAs. Akumulacja zasobów w ramach SWF nie pociąga za sobą automatycznego wzrostu podaży pieniądza, nie wymaga sterylizacji, a zatem pominięte zostają krajowe koszty finansowe i monetarne przypisane akumulacji zasobów w postaci rezerw walutowych.

W przeciwieństwie do państwowych funduszy emerytalnych (Sovereign/National Pension Funds) SWF nie mają wyspecyfikowanych pasywów (lub ograniczone pasywa albo pasywa o długiej zapadalności), a jedynym udziałowcem jest rząd (władza państwowa). Powoduje to, że na SWF ciąży mniejszy obowiązek transparentności co do struktury i strategii przeprowadzanych inwestycji[102].

SWF odzwierciedlają standardy rządzenia (*governance*), jakie istnieją w krajach, w których zostały ustanowione. SWF o większym stopniu odpowiedzialności politycznej (*accountability*) i standardach sprawowania władzy (*governance*) pochodzą w krajów, w których czynniki te stoją na wyższym poziomie. Największe SWF, szczególnie te ustanowione w krajach Zatoki Perskiej, są znacznie mniej transparentne niż inne. Należy to przypisać ustrojom monarchicznym i autorytarnym reżimom sprawowania władzy w tych krajach, co ograniczyło zakres odpowiedzialności politycznej wobec rezydentów w tych krajach. Kraje rozwijające się posiadające SWF wykazują niższe standardy rządzenia niż uprzemysłowione. Jednak, w porównaniu z innymi krajami rozwijającymi się bez SWF, wykazują się lepszymi standardami rządzenia, szczególnie w zakresie efektywności rządu, jakości regulacji i kontroli korupcji. Jednym z czynników tłumaczących wyższy poziom standardów rządzenia w krajach posiadających SWF w stosunku do tych nie posiadających jest chęć przyciągnięcia przedsiębiorstw zagranicznych w celu rozwoju rynku usług finansowych i innych sektorów, nie związanych bezpośrednio z sektorem energetycznym[103].

Strategie inwestycyjne SWF polegają na dywersyfikowaniu aktywów zagranicznych w kierunku różnych kategorii aktywów przynoszących wyższe stopy zwrotu, w tym: w długoterminowe obligacje rządowe, obligacje przedsiębiorstw, akcje, *agency and asset-backed securities* (ABSy), surowce, nieruchomości, derywaty i bezpośrednie inwestycje zagraniczne. SWF z reguły w ograniczonym stopniu wykorzystują lewarowanie, w przeciwieństwie do funduszy hedgingowych i *private equity funds*.

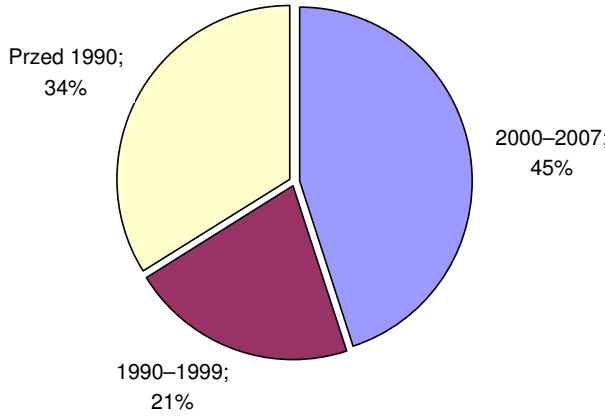
[102] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds...*
[103] *Ibidem*.

4.2. Determinanty SWF

Uznanie, że SWF są „bliskimi substytutami rezerw walutowych" otwiera interesujący obszar badań dotyczących czynników determinujących ich rozwój.

J. Aizenman i inni wykazują, że większe prawdopodobieństwo ustanowienia SWF jest dla krajów, które odnotowują większe nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oraz specjalizują się w eksporcie ropy naftowej. Z przeprowadzonych przez nich estymacji wynika, że wzrost nadwyżki na rachunku obrotów bieżących kraju o 10 punktów procentowych (jak miało miejsce w Chinach między 2001 a 2007 r.) podnosi prawdopodobieństwo powstania SWF o 8 punktów procentowych, zaś 10-procentowy wzrost udziału eksportu ropy naftowej w całkowitym eksporcie kraju podnosi to prawdopodobieństwo o 3 punkty procentowe[104].

SWF charakteryzuje duże tempo ustanawianych podmiotów w ostatnich latach. W tym celu dokonuje się często rozróżnienia na SWF pierwszej generacji (np. KIA, Temasek, Norway Covernment Pension Fund) oraz SWF nowej generacji (CIC, KIC, Australian Future Fund).



Rysunek 4. Okres powstania czołowych 40 SWF

Źródło: S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, no. 378/April 2009.

Jak widać z rysunku 4, szczególna ekspansja SWF miała miejsce po 2000 r. Wśród jej przyczyn w ostatnim czasie wyróżnia się zasadniczo dwa czynniki[105]:

1. Wzrost cen *commodities* oraz szerzej – dochodów eksportowych w ostatnich latach. Taka polityka antycykliczna służy zarówno uspokajaniu

[104] *Ibidem.*

[105] Por. *ibidem*; S. Griffith-Jones, J. Ocampo, *Sovereign Wealth Funds: a developing country perspective*", *Sovereign Wealth Funds; a developing perspective*, Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Fund organized by Andean Development Corporation, London, 18.02.2008.

wpływu rozwoju eksportu na zagregowany popyt, jak i uniknięciu efektów „zarazy holenderskiej" („*Dutch disease*") w związku z wysokimi cenami *commodities*. SWF mogą być wykorzystywane jako stabilizator finansowy w sytuacji spadku cen surowca lub dochodów z opodatkowania. Wzrost cen *commodities* obserwowany od 2003 r. przekładał się na 30-procentowy roczny wzrost aktywów SWF w latach 2003–2007. Jak zwraca uwagę E. Alberola i inni, nie dysponujemy informacją na temat determinant transferu zasobów do SWF oraz czy skala transferu jest dyskrecjonalna, czy kraje posiadające *commodity SWF* dysponują konkretną regułą określającą wielkość transferu (*rule-based approach*)[106].

2. Politykę akumulacji rezerw walutowych realizowaną przez kraje *emerging markets* poprzez generowanie nadwyżek na rachunku obrotów bieżących. Akumulacja przekraczająca poziom zapewniający ochronę przez szokami płatniczymi skłania do dywersyfikowania rezerw w kierunku aktywów o wyższej stopie zwrotu.

R. McKinnon i inni zwraca uwagę, że utworzenie China Investment Corporation, które nastąpiło w 2007 r., a zatem w roku wyjątkowo intensywnej akumulacji rezerw walutowych wynikającej głównie z presji na aprecjację RMB, należy postrzegać jako odpowiedź na brak „normalnego" odpływu kapitału prywatnego z kraju. Brak ten jest szczególnie dotkliwy wobec „jednostronnej" spekulacji odnośnie do rewaluacji waluty, w sytuacji niedopasowania walutowego w bilansach prywatnych pośredników finansowych. Posiadanie SWF, jako korporacji rządowej, w przypadku kraju cechującego się *currency mismatches* i ryzykiem walutowym oznacza możliwość bezpieczniejszej akumulacji aktywów zagranicznych w porównaniu do sytuacji, gdyby były akumulowane przez prywatne instytucje finansowe.

W sytuacji kryzysu walutowego prywatne instytucje finansowe mogłyby być bardziej skłonne wymieniać aktywa dolarowe na aktywa w RMB. Posiadanie SWF w tym sensie stanowi realizację funkcji pośrednika finansowego w miejsce instytucji prywatnych i jest rodzajem „antycypowanej sterylizacji" (*anticipatory sterilisation*)[107]. Również doświadczenia SWF ustanowionych w Singapurze (Government of Singapore Investment Corporation i Temasek Holdings) wskazują, że mogą one być istotnym instrumentem zabezpieczania się kraju przed ryzykiem aprecjacji kursu walutowego, poprzez przenoszenie ryzyka mającego źródło w *currency mismatch* z sektora prywatnego na oficjalny[108]. Poprzez inwestowanie w aktywa zagraniczne przez sektor oficjalny, Singapur

[106] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds...*

[107] R. McKinnon, G. Schnabl, *China's financial conundrum and global imbalances*, BIS Working Papers, no. 277/ March 2009.

[108] *Ibidem*.

nie był/nie jest podatny na ryzyko runu na walutę krajową pomimo utrzymywania się znacznej nadwyżki CA przez ponad 20 lat[109].

Tym niemniej rezerwy walutowe w niektórych krajach posiadających SWF są niskie, szczególnie dotyczy to krajów Zatoki Perskiej (Arabia Saudyjska, Kuwejt, Oman). Są to kraje, które ustanowiły SWF znacznie wcześniej niż kraje realizujące agresywną strategię akumulacji (kraje azjatyckie).

4.3. Skala funkcjonowania SWF

Trudności z dokładną analizą pomiaru wartości aktywów w ramach SWF wynikają z niejasności, czy te „fundusze rządowe specjalnego przeznaczenia" („*special purpose government funds*")[110] mogą/i czy powinny być zawarte w statystykach rezerw walutowych. Obecnie, kraje członkowskie MFW same decydują, czy wartość aktywów zakumulowanych w ramach SWF zawierać w rezerwach walutowych, czy odrębnie jako aktywa zagraniczne. W niektórych przypadkach kraje nie podają żadnych statystyk odnośnie do wartości aktywów SWF. Według danych MFW analiza 21 krajów posiadających SWF wykazuje, że 11 z nich wykazywało aktywa SWF w statystykach bilansu płatniczego lub międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

Zgodnie z rekomendacją MFW, o tym, czy aktywa SWF powinny być zaliczane do rezerw walutowych, powinno decydować kryterium ich dostępności dla władzy monetarnej. Jeśli aktywa SWF są niedostępne dla realizacji celów polityki monetarnej, nie powinny być klasyfikowane jako rezerwy walutowe. Jednak, jak zauważa MFW, nawet jeśli aktywa są akumulowane w postaci „rządowego funduszu specjalnego przeznaczenia", ale służą celom równoważenia bilansu płatniczego, są w istocie rezerwami walutowymi (pod warunkiem, że inne kryteria są spełnione, w tym możliwość dysponowania funduszami przez władzę monetarną). W pozostałych przypadkach, kiedy aktywa zagraniczne akumulowane w ramach „funduszu rządowego specjalnego przeznaczenia" nie spełniają kryteriów klasyfikujących je do rezerw walutowych, powinny być klasyfikowane na rachunku finansowym bilansu płatniczego oraz w Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej jako odrębnej kategorii i funkcji instrument[111].

---

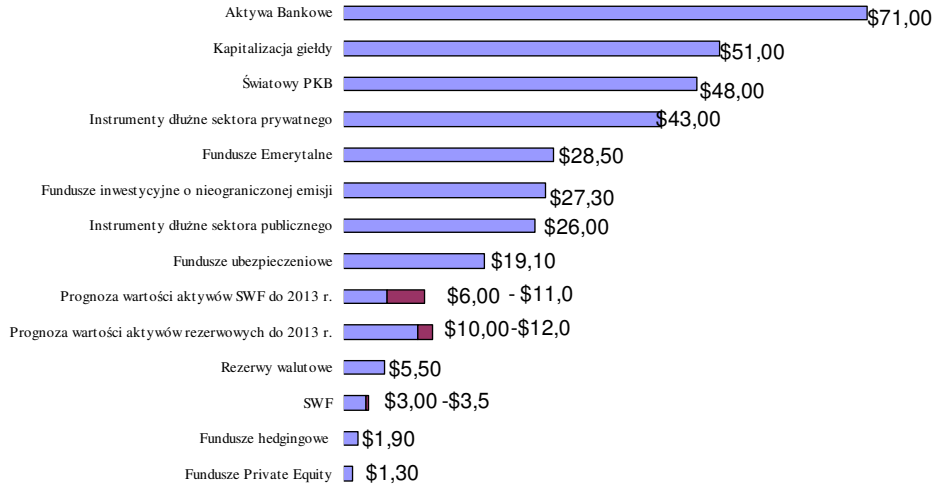
[109] Taki sposób zarządzania ryzykiem aprecjacji kursu w warunkach *currency mismatch*, polegający na „nacjonalizowaniu przepływu prywatnych oszczędności i transferowaniu za granicę", R. McKinnon nazywa „rozwiązaniem singapurskim". Za: R. McKinnon, *Exchange rates under the East Asian Dollar standard: living with conflicted virtue*, MIT Press, Cambridge, Mass, 2005.

[110] Określenie używane przez MFW w roboczej wersji 6 Balance of Payment Manual.

[111] Paragraf 6.94 roboczego tekstu 6 Balance of Payment Manual, MFW, za: S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds ....*

Brak dokładnych statystyk SWF wynika także z braku ich transparentności. Według szacunków, aktywa SWF wynoszą między 2–3,5 tryliona USD[112]. E. Alberola szacuje, że w 2007 r. aktywa SEAs stanowiły 15% globalnego PKB, 35% globalnej emisji rządowych papierów wartościowych, 17% globalnej emisji akcji oraz 5% globalnych aktywów finansowych. Udział rezerw walutowych w SEAs stanowił 2/3 tej wielkości (11% globalnego PKB), zaś SWF pozostałość (4,5% globalnego PKB).

Interesującą perspektywą skali funkcjonowania SWF może być odniesienie ich aktywów do innych narzędzi globalnego inwestowania. Pod koniec 2008 r. aktywa w posiadaniu SWF były mniejsze od funduszy będących w zarządzaniu *mutual funds*, *pension funds* oraz firm ubezpieczeniowych, które wynosiły od 20 do 25 trylionów USD. Były także mniejsze od 7 trylionów USD rezerw walutowych banków centralnych. Według S. Mezzacapo w 2008 r. aktywa SWF stanowiły 50% globalnych aktywów rezerwowych. Stanowiły także 2% całkowitego rozmiaru rynków akcji i obligacji. Ale wynosiły więcej niż aktywa znajdujące się w zarządzaniu funduszy hedgingowych i *private equity groups*[113].



Rysunek 5. Inwestorzy instytucjonalni i kategorie aktywów (w trylionach USD)

Źródło: jak na rys. 4.

[112] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds…*; S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…* W swoich kalkulacjach autorzy ci opierają się na informacjach udostępnianych przez niektóre SWF, danych MFW i własnych szacunkach. Dane te dotyczą okresu sprzed gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej z pierwszej połowy 2008 r.

[113] M. Maslakovic, *Sovereign Wealth Funds, 2009*, International Financial Services of London, (IFSL), march. www.ifsl.org.uk.

Inną perspektywą skali funkcjonowania może być odniesienie ich do PKB kraju, w którym zostały ustanowione.

Tabela 37. Główne SWF

Nazwa	Wartość (w mld USD)	Kraj macierzysty	Rok założenia	Źródło finansowe	% wartości wszystkich aktywów SWF	Wartość aktywów jako % PKB (2007)
1	2	3	4	5	6	7
Abu Dhabi Investment Authority	875	Zjednoczone Emiraty Arabskie	1976	Commodity	25,3	673,1
Government of Singapore Investment Corporation	330	Singapur	1981	Non-commodity	9,6	205,0
Government Pension Fund of Norway	301	Norwegia	1990	Commodity	8,7	78,8
Saudi Arabia – różne SWF(łącznie)	300	Arabia Saudyjska	b,d.	Commodity	8,7	78,5
Kuwait Investment Authority	265	Kuwejt	1953	Commodity	7,7	259,8
Stabilization Fund (oraz National Welfare Fund – łącznie)	225	Rosja	2004	Commodity	6,5	17,5
China Investment Corporation	200	Chiny	2007	Non-commodity	5,8	6,1
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	173	Chiny	1998	Non-commodity	5,0	83,2
Temasek Holdings	134	Singapur	1974	Non-commodity	3,9	83,3
Investment Corporation of Dubai	82	Zjednoczone Emiraty Arabskie	2006	Commodity	2,4	63,1
Qatar Investment Authority	60	Qatar	2005	Commodity	1,7	142,8
Libyan Arab Foreign Investment Company	50	Libia	1981	Commodity	1,4	86,2

1	2	3	4	5	6	7
Revenue Regulation Fund	47	Algieria	2000	Commodity	1,4	34,9
Australian Future Fund	44	Australia	2004	Non-commodity	1,3	5,3
Kazakhstan National Fund	38	Kazahstan	2000	Commodity	1,1	36,6
National Pensions Reserve Fund	31	Irlandia	2001	Non-commodity	0,9	12,2
Brunei Investment Agency	30	Brunei	1983	Commodity	0,9	250,0
Korea Investment Corporation	30	Korea, rep,	2005	Non-commodity	0,9	3,1
Alaska Permanent Fund	29	USA	1976	Commodity	0,8	70,8
Khazanah National	26	Malezja	1993	Non-commodity	0,8	14,4
Alberta's Heritage Fund	16	Kanada	1976	Commodity	0,5	1,2
Inne	168	–	–	–	4,9	–
Łącznie	3 454					

Źródło: S. Mezzacapo, *The so-called „Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, no. 378, April 2009.

SWF charakteryzuje duża koncentracja aktywów: 6 największych funduszy posiada 3/4 całkowitych aktywów będących w posiadaniu SWF[114]. Z kolei S. Mezzacapo wykazuje, że 9 wiodących SWF zarządza aktywami o wartości przekraczającej 100 mld USD każdy, co łącznie stanowi 81% całkowitych aktywów SWF. Największy SWF, ADIA, posiada ponad 1/4 całkowitych aktywów[115].

SWF różnią się wartością zakumulowanych aktywów. *Commodity* SWF charakteryzują się większą wartością aktywów od *non-commodity* SWF. Największe SWF należą jednocześnie do najstarszych (Arabia Saudyjska, Kuwejt, Oman, Singapur, Brunei). Badania potwierdzają, że rozmiar aktywów SWF wzrasta wraz ze wzrostem dochodów z eksportu *commodities* kraju i czasem funkcjonowania SWF[116].

E. Truman zwraca uwagę, że ponad ¾ wartości funduszy SWF w gospodarce światowej jest utrzymywane w zagranicznych aktywach, dla krajów rozwijających się wskaźnik ten jest znacznie wyższy. Według szacunków przeprowa-

[114] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds…*
[115] S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…*
[116] J. Aizenman, R. Glick, *Sovereign Wealth Funds…*

dzonych przez E. Alberola i innych[117] udział aktywów zagranicznych w portfelu SWF jest bardzo wysoki i wynosił w 2007 r. średnio 93%.

SWF z reguły nie udostępniają danych dotyczących struktury walutowej aktywów, z wyjątkiem Norwegii (gdzie 1/3 aktywów jest utrzymywana w USD) oraz Rosji (gdzie aktywa denominowane w USD stanowią 45% portfela). B. Setser i inni przeprowadzili szacunki dotyczące struktury walutowej niektórych SWF z obszaru Zatoki Perskiej. Według nich, aktywa denominowane w USD stanowią odpowiednio dla Kuwejtu 52%, dla Kataru 40%, dla Zjednoczonych Emiratów Arabskich 45%, zaś dla Arabii Saudyjskiej 75%. Dla tej grupy krajów, które posiadają 80% całkowitych aktywów SWF, średni udział aktywów denominowanych w USD stanowi ok. 47%[118].

Należy zauważyć, że nie można zakładać, że struktura walutowa SWF odpowiada alokacji geograficznej (co wynika z faktu, że nie wszystkie aktywa denominowane w USD są emitowane w USA), szczególnie dotyczy to instrumentów o stałym dochodzie. Z szacunków przeprowadzonych przez E. Alberola i innych wynika, że 40% aktywów SWF jest inwestowanych w aktywa amerykańskie. Zasób aktywów amerykańskich będących w posiadaniu SWF wzrósł z 320 mld USD w 2003 r. do 997 mld USD w 2007 r.[119]

Zawężające się nierównowagi globalne oraz spadające ceny *commodities* w latach 2007-2009 spowodowały obniżenie się tempa akumulacji aktywów i zagranicznych inwestycji w ramach istniejących SWF. Te szczególnie o długim horyzoncie inwestycji odnotowały duże straty, wynikające głównie ze spadku wartości akcji. W niektórych przypadkach sięgnęły one 30% wartości portfela (dane za 2008 r.), wpływając jednocześnie na pogorszenie stopy zwrotu w dłuższym okresie[120]. Tym niemniej, jak zauważa M. Maslakovic, całkowite aktywa SWF zwiększyły się o 18% w 2008 r. mimo kryzysu ekonomicznego i finansowego, co tłumaczyć należy powstawaniem nowych SWF, a nie zyskami z istniejących inwestycji[121].

Dlatego też w perspektywie długookresowej należy spodziewać się wzrostu skali znaczenia SWF, szczególnie należących do kategorii *non- commodity* SWF. Na wzrost ten wpływać będą takie czynniki, jak:

– trendy w kształtowaniu się cen ropy i innych *commodities*,

– wzrost gospodarczy w krajach *emerging markets*, szczególnie w krajach azjatyckich,

– uporczywość nierównowag handlowych,

---

[117] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds...*

[118] B. Setser, R. Ziemba, *Understanding the new financial superpower – the management of GCC Official Foreign Assets*, RGE Monitor, 2008.

[119] E. Alberola, J., Serena *Reserves, Sovereign Wealth Funds…*

[120] P. Kunzel i in., *Investment objectives of Sovereign Wealth Funds – a shifting paradigm*, IMF Working Paper, WP/11/19.

[121] M. Maslakovic, *Sovereign Wealth Funds…*

– polityka kursowa w skali międzynarodowej,
– polityka akumulacji rezerw walutowych,
– proces starzenia się społeczeństw i funkcjonowanie publicznych systemów emerytalnych,
– restrykcje polityczne dotyczące inwestycji w ramach SWF i inne uwarunkowania polityczne,
– kształtowanie się stóp zwrotu z inwestycji SWF,
– skutki kryzysu globalnego i załamania gospodarczego.

Wychodząc z założenia, że część aktywów SWF pochodzi z transferu „nadwyżkowych rezerw walutowych", R. Beck i inni oszacowali skalę nadwyżkowych rezerw krajów *emerging markets* na przekraczającą 3 tryliony USD, co stanowi więcej niż połowę oficjalnych aktywów rezerwowych[122]. Proces transferu nadwyżkowych rezerw walutowych do SWF będzie szczególnie wyraźny, zdaniem S. Jena, w Chinach i Rosji. Według autora, nie w krajach Zatoki Perskiej należy upatrywać przyszłej ekspansji SWF, ale właśnie w krajach o nadmiernej akumulacji rezerw. Oprócz wymienionych powyżej, S. Jen zwraca uwagę na Japonię, która – ze względu na tendencje demograficzne oraz fakt, że będąc państwem rozwiniętym, stosującym płynny kurs walutowy, w pełni mającym dostęp do rynków międzynarodowych, nie potrzebuje wysokiego poziomu rezerw, staje się naturalnym kandydatem do ustanawiania SWF[123].

4.4. Potencjalny wpływ SWF na międzynarodowy system finansowy i walutowy

Ze względu na fakt, że SWF są szerokim zbiorem podmiotów realizujących różne cele i posiadające zasoby z różnych źródeł, ich strategie inwestycyjne są nieco rozbieżne[124].

---

[122] R. Beck, M. Fidora, *The impact of...* Autorzy zastosowali pojęcie „nadwyżkowe rezerwy walutowe" w oparciu zarówno o: a) różnicę między aktualną wartością rezerw walutowych a wartością 3-miesięcznego importu, b) różnicę między aktualną wartością rezerw walutowych a całkowitym zadłużeniem krótkoterminowym.

[123] S. Jen, *Sovereign Wealth Funds. What they are and what's happening*, World Economics, no. 4/2007. Autor dodatkowo zwraca uwagę na fakt, że w skład zasobów SWF mogłyby wejść aktywa rządowego inwestycyjnego funduszu emerytalnego (Government Pension Investment Fund) oraz zsekurytyzowane i „upłynnione" nieruchomości będące w posiadaniu państwa (1/4 ziemi w Japonii jest w posiadaniu rządu centralnego).

[124] Np. rezerwowa korporacja inwestycyjna musi uwzględniać w swojej strategii inwestycyjnej potencjalne reperkusje ryzyka bilansu płatniczego, i w związku z tym utrzymywać część portfela w aktywach płynnych. Fundusze oszczędnościowe będą miały dłuższy horyzont inwestycyjny niż fundusze stabilizacyjne, zatem będą bardziej skłonne do ryzyka i inwestowania w niepłynne aktywa.

Generalnie, SWF są postrzegane jako potencjalny stabilizator globalnych rynków finansowych. Wynika to z cech charakterystycznych dla SWF, w tym przede wszystkim długookresowego horyzontu inwestycji, mniejszego nacisku na płynność oraz braku *explicite* sformułowanych pasywów. Długookresowy horyzont inwestycji SWF powoduje poszerzenie bazy potencjalnych inwestorów dla aktywów obarczonych większym ryzykiem, takich jak akcje, obligacje przedsiębiorstw, aktywa emitowane w krajach *emerging markets*, nieruchomości. Jednocześnie strategia inwestycyjna SWF, polegająca na zdywersyfikowaniu ryzyka i generowaniu wyższej stopy zwrotu niż tradycyjne zarządzanie rezerwami walutowymi, może spowodować spadek inwestycji w papiery skarbowe.

Ponadto, ponieważ inwestycje SWF są dokonywane głównie w oparciu o ocenę ryzyka i stopy zwrotu z inwestycji, SWF mogą przyczynić się do bardziej efektywnej alokacji i dywersyfikacji ryzyka w skali globalnej[125]. Tezę o stabilizacyjnym oddziaływaniu SWF na globalne rynki finansowe popierają badania empiryczne przeprowadzone przez T. Suna i innych. Na podstawie 166 przypadków działalności inwestycyjnej różnych SWF na rynkach giełdowych nie stwierdzili empirycznie destabilizującego wpływu SWF na kształtowanie się popytu i podaży na giełdach akcji[126].

Szczególnie stabilizacyjną rolę SWF mogą odgrywać w okresach napięć na rynkach finansowych, dostarczając płynność w niepłynnych segmentach rynku. Przykładem takiego działania była strategia realizowana w okresie 2000–2002 przez Norwegian Government Pension Fund, polegająca na zakupach akcji, kiedy załamał się globalny rynek akcji[127]. Podobnie stabilizacyjną rolę odegrały SWF w czasie globalnego kryzysu po roku 2007, poprzez rekapitalizowanie niektórych największych amerykańskich i europejskich banków komercyjnych i inwestycyjnych negatywnie dotkniętych zawirowaniami na rynkach finansowych. Od czasu rozpoczęcia się kryzysu *sub-prime* w 2007 r. SWF zainwestowały między 60 a 92 mld USD w zamian za mniejszościowe udziały w instytucjach finansowych (z reguły mniej niż 10%). Mimo, że SWF konsekwentnie budowały znaczną pozycję w zagranicznych instytucjach finansowych, unikały przejmowania kontrolnych udziałów i zachowywały się jak „pasywni udziałowcy instytucjonalni" (np. powstrzymywały się od żądania objęcia stanowisk w radach nadzorczych). Tłumaczy to się chęcią uniknięcia dodatkowych obciążeń nadzorczych i regulacyjnych dla SWF[128].

---

[125] „Financial Stability Review", ECB, December 2007.

[126] T. Sun, H. Hesse, *Sovereign Wealth Funds and financial stability – an event study analysis*, IMF Working Paper, WP/09/239.

[127] *Sovereign Wealth Funds and global imbalances*, Bank of England, Quarterly Bulletin, Q2/2008.

[128] *Sovereign Wealth Funds: a growing global force*, Banca d'Italia, Economic Bulletin, no. 51/2008.

Inwestycje w sektor finansowy były dominującą formą inwestycji SWF w USA w okresie kryzysu, podczas gdy w UE i w Azji inwestycje miały bardziej zrównoważoną dystrybucję między sektorami. Wzrost zaangażowania SWF w inwestycje w sektorze finansowym (które w odniesieniu do całkowitych inwestycji SWF wzrosły z 3,6% w 2006 r. do 93,3% w 2008 r.) nie będzie najprawdopodobniej miał trendu rosnącego, ze względu na strategię SWF, polegającą na redukcji koncentracji ryzyka w portfelu inwestycji i wzroście dywersyfikacji poprzez inwestowanie kapitału w inne sektory. Za ograniczeniem dalszego zaangażowania SWF w sektorze pośrednictwa finansowego przemawiają także duże straty poniesione w portfelu SWF, niepewne warunki inwestycyjne utrzymujące się nadal na globalnych rynkach finansowych i w gospodarce realnej, niepewność co do politycznej i regulacyjnej odpowiedzi na inwestycje SWF w amerykańskim i europejskim sektorze finansowym (kontrowersje wokół zaangażowania SWF w sektorze finansowym).

Należy także odnotować pozytywną rolę, jaką odegrały SWF dla gospodarek krajów macierzystych w czasie kryzysu. Aktywa SWF były tam wykorzystywane zarówno dla równoważenia budżetów narodowych (transfer środków z funduszy stabilizacyjnych w celu pokrycia deficytów budżetowych, co wynika z mandatu tego typu SWF), jak i w ramach nadzwyczajnych pakietów stymulacyjnych dla ożywienia gospodarki. Ponadto, niektóre SWF odegrały istotną rolę stabilizacyjną w krajowym sektorze bankowym (wspieranie płynnościowe banków poprzez składanie depozytów z ich aktywów w bankach krajowych oraz ich dokapitalizowywanie, wspieranie systemów gwarantowania depozytów) i rynkach finansowych (zakup krajowych akcji w celu ożywienia rynków i przewrócenia zaufania inwestorów).

Ze względu na fakt, że ustanowienie SWF oznacza transfer aktywów będących w posiadaniu sektora publicznego z portfela banku centralnego do odrębnych funduszy oraz że SWF dokonują inwestycji w mniej konserwatywny sposób niż banki centralne, mogą istotnie wpływać na konfigurację globalnych stóp zwrotu z różnych kategorii aktywów. W wyniku tego, SWF mogą oddziaływać na międzynarodowe przepływy kapitałowe i kursy walutowe. Z szacunków przeprowadzonych przez S. Jena wynika, że wzrost popytu na obarczone większym ryzykiem aktywa, wynikający z transferu zasobów z rezerw walutowych do SWF, spowoduje wzrost o 35 punktów bazowych w dochodowości długoterminowych obligacji w USA. Znacznie istotniejszy jednak może być, poza tym „mechanicznym wpływem" na dochodowość długoterminowych obligacji, wpływ psychologiczny na inwestorów prywatnych, próbujących „wyprzedzić" („*front run*") działania SWF[129].

Inwestycje dokonywane w ramach SWF stanowią istotną część globalnych przepływów kapitału i są przykładem przepływów kapitału *uphill*.

[129] S. Jen, *Sovereign Wealth Funds…*

R. Beck i inni dokonali symulacji wpływu, jaki wywarłby na globalne przepływy kapitałowe wzrastający transfer zasobów z „nadwyżkowych rezerw walutowych" do SWF. Zakładając, że SWF zachowywałyby się jak klasyczny inwestor instytucjonalny, a więc alokowałyby aktywa zagraniczne w zależności od rynkowej kapitalizacji, a nie warunków płynnościowych, nastąpiłoby odejście od głównych walut rezerwowych w ich portfelu. W rezultacie kapitał płynąłby *downhill*, z krajów bogatych do rozwijających się, zgodnie z założeniami neoklasycznymi. Analizy symulacyjne wykazały, że przy założeniu dokonywania inwestycji w oparciu o wagi rynkowej kapitalizacji, kraje UGiW oraz USA doświadczałyby odpływu kapitału netto, zaś Japonia i kraje *emerging markets* przyciągałyby napływ kapitału netto[130].

Większość analiz jest zgodna, że wraz ze wzrostem ilości i skali działania SWF najprawdopodobniej nastąpi dywersyfikacja portfela, polegająca na odejściu od aktywów denominowanych w USD i EUR. Przeciwstawny pogląd wyrażają S. Jen i inni, którzy uważają, że spadek popytu na amerykańskie papiery skarbowe w kierunku akcji i innych aktywów nie będzie dramatyczny i istnieje niewielkie prawdopodobieństwo deprecjacji USD wynikające z dywersyfikacji portfela[131].

Próbując oszacować wpływ transferu „nadwyżkowych rezerw" do SWF na przyszłe przepływy kapitałowe, wykazali, że wraz ze wzrostem zaangażowania SWF w bardziej ryzykowne aktywa, nastąpi odpływ netto kapitału z:

– USA o wartości ok. 500 mld USD. Odpływ ten będzie głównie wynikiem spadku popytu na amerykańskie obligacje (mimo że będzie on częściowo zrekompensowany wzrostem popytu na akcje);

– krajów UGiW. Odpływ kapitału z rynku obligacji na kwotę ok. 400 mld USD będzie częściowo zrekompensowany popytem na akcje na kwotę ok. 200 mld USD.

Wzrost napływu kapitału do krajów *emerging markets* i rozwijających się, odzwierciedlający rolę tych krajów w globalnych rynkach kapitałowych i ograniczoną rolę jako emitentów walut rezerwowych, potwierdzi fakt, że obserwowany obecnie Paradoks Lucasa wynika z *reserve portfolio bias* (nadmiernej roli rezerw w przepływach kapitału). W sytuacji, kiedy SWF zachowują się jak inwestorzy instytucjonalni i alokują aktywa zagraniczne w oparciu o ryzyko i stopę zwrotu, a nie płynność, portfel aktywów zaczyna tracić *reserve portfolio bias*, w rezultacie czego kapitał zaczyna płynąć *downhill*[132].

Wydaje się, że geograficzna realokacja inwestycji SWF już się dokonuje, niewątpliwie doświadczenia kryzysu finansowego ją przyspieszyły. Norweski

[130] R. Beck, M. Fidora, *The impact of...*

[131] S. Jen, C. St-Arnaud, *Tracking the tectonic shift in foreign reserves and SWFs*, Morgan Stanley Research Global, 2007.

[132] R. Beck, M. Fidora, *The impact of…*

SWF zwiększył skalę zaangażowania w Azji, Singapurski SWF (Temasek) ogłosił strategię zwiększenia aktywności w krajach *emerging markets* w Azji, Brazylii i Rosji oraz zmniejszenie skali zaangażowania w krajach OECD[133]. Wzrost popytu ze strony SWF na aktywa denominowane przez kraje *emerging market* może przyczynić się do wzrostu integracji tych krajów z globalnym systemem finansowym[134].

Potencjalny wpływ SWF na kierunki przepływu kapitałów może także wynikać z ich mniejszego ukierunkowania na płynność i mniejszej awersji do ryzyka ze strony władzy monetarnej w zarządzaniu aktywami. Próbując oszacować wpływ transferu zasobów z rezerw nadwyżkowych do SWF na kursy walutowe, wydaje się że będzie on niewielki. Wynika to ze skali obrotów na globalnym rynku walutowym, osiągającym dziennie 3 mld USD.

Wpływ SWF na globalny system finansowy może być o tyle większy, że prognozuje się dalszy wzrost aktywów SWF. Według MFW, w niedalekiej przyszłości aktywa SWF przekroczą zasób globalnych rezerw walutowych[135]. Według prognoz Morgan Stanley, udział SWF w globalnym zasobie aktywów finansowych wzrośnie do 2020 r. z 2,5% do ponad 9%[136]. Biorąc pod uwagę negatywny wpływ ostatniego kryzysu finansowego na wartości aktywów SWF (głównie na skutek spadku cen akcji i ropy naftowej), należy skorygować te prognozy.

E. Alberola i inni twierdzą, że o ile w przypadku *non-commodity - SWF* nie można prognozować skali ich wzrostu, gdyż nie dysponujemy wiedzą dotyczącą ich determinant, o tyle w przypadku *commodity – SWF* można spróbować ocenić skalę wzrostu ich aktywów. Przy założeniu, że wzrost *commodity – SWF* zależy od ceny bieżącej ropy naftowej (*saving motive*) oraz różnicy między ceną bieżącą a średniookresową ceną równowagi[137] (*smoothing motive*), stały wzrost (spadek) cen ropy o 10$ podnosi (obniża) transfer do SWF o 63 mld USD, zaś przejściowy wzrost (spadek) o 68 mld USD[138].

W przypadku niektórych krajów (Norwegia, Kuwejt, Zjednoczone Emiraty Arabskie) wartość aktywów SWF przekroczyła zasób rezerw walutowych. Świadczy to o tym, że SWF uzupełniają lub nawet substytuują „tradycyjną" akumulację rezerw walutowych. Odnoszenie wartości aktywów SWF do zasobu rezerw walutowych należy jednak dokonywać niezwykle ostrożnie, ze względu

---

[133] P. Kunzel i in., *Investment objectives…*

[134] *Sovereign Wealth Funds and global imbalances*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2008/Q2.

[135] *Financial stress, downturns and recoveries*, IMF, World Economic Outlook, October 2008.

[136] S. Morgan, *Sovereign Wealth Funds and bond and equity prices*, June 01/2007.

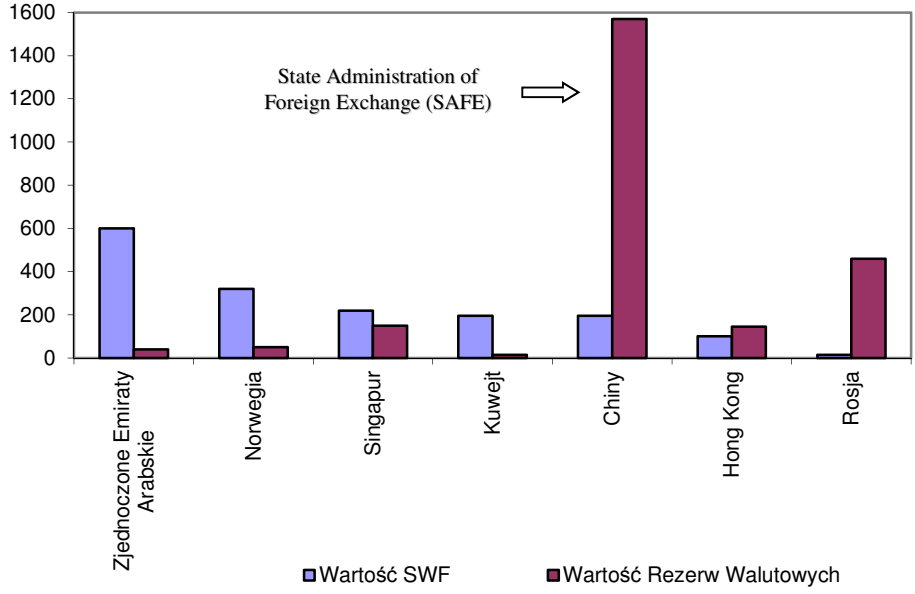
[137] Za cenę równowagi (*equilibrium price*) przyjęto średnią ruchomą cen ropy w okresie poprzednich 12 lat.

[138] E. Alberola, J. Serena, *Reserves, Sovereign Wealth Funds…*

na wspomnianą już nieprecyzyjną granicę między tymi dwoma kategoriami i swobodę krajów w ustanawianiu i modyfikowaniu granic między poszczególnymi kategoriami publicznych narzędzi alokowania kapitału (np. dyskusyjne jest, czy Chinese State Administration of Foreign Exchange – SAFE – powinien być zaliczany do SWF, czy też nie).

Zgodnie z raportem OECD, SWF mają wiele do zaoferowania nie tylko dla krajów dokonujących inwestycji (lepsze zarządzanie aktywami zagranicznymi, przyczynienie się do rozwoju gospodarczego, stabilizacja makroekonomiczna, międzypokoleniowe oszczędności), lecz także dla krajów goszczących (stabilizując efekt dopływu kapitału dla instytucji finansowych, zdolność SWF do transferowania oszczędności z skali międzynarodowej, długookresowy charakter inwestycji, stymulujący efekt inwestycji dla gospodarki i rynku pracy)[139].

Podsumowując, wydaje się, że – mimo iż na skutek kryzysu finansowego SWF odniosły straty finansowe oraz zwiększyły swoje zaangażowanie finansowe w swoich krajach – w najbliższych latach będą odgrywać istotną stabilizującą rolę w gospodarce globalnej.



Rysunek 6. SWF i rezerwy walutowe w krajach nadwyżkowych

Źródło: jak na rys. 4.

[139] *Report on Sovereign Wealth Funds and recipient country policies*, OECD Investment Committee, 04.042008.

4.4.1. Zagrożenia wynikające z funkcjonowania SWF

W ocenie zagrożeń wynikających z funkcjonowania SWF najwięcej uwagi przypisuje się brakowi transparentności, co może zakłócać efektywność rynków, zaburzać warunki konkurencji i ograniczać pozytywny efekt wynikający z „dyscypliny rynkowej". Brak wiarygodnych informacji uniemożliwia rzetelną ocenę „fenomenu SWF" i identyfikację potencjalnych źródeł ryzyka systemowego. Tymczasem, jak wskazuje S. Mezzacapo, osiągnięcie wyższego stopnia transparentności należy uznać za „pośredni cel (narzędzie)", pozwalający poradzić sobie z innymi zagrożeniami związanych z funkcjonowaniem SWF, do których należą[140]:

– zacieranie się różnic między inwestorami prywatnymi i publicznymi, co może prowadzić do zwiększonego zaangażowania sektora publicznego w gospodarkach i przeciwdziałać rozwojowi „bardziej rynkowo zorientowanemu" systemowi finansowemu;

– polityczny/strategiczny cel inwestycji (np. transfer know-how, technologii lub innych zasobów), co powoduje że decyzje inwestycyjne w SWF mogą nie być oparte na ściśle ekonomicznych/finansowych uwarunkowaniach. Obniża to wartość przedsiębiorstwa w którym udziały nabył SWF. Czynnikiem sprzyjającym realizacji celów politycznych i/lub strategicznych jest ograniczona sprawozdawczość oraz transparentność SWF oraz ich wielozadaniowość;

– negatywny wpływ na efektywność *corporate governance*. SWF mogą stanowić koszt dla przedsiębiorstw („*agency cost*") w postaci wymuszania realizacji polityki w interesie SWF, a nie w interesie reszty udziałowców. Powstały „konflikt interesów" może pogarszać efektywność *corporate governance*[141];

– strategiczne znaczenie inwestycji. Nabywanie znacznych pakietów udziałowych z zagranicznych strategicznych sektorach/przedsiębiorstwach może doprowadzić do interwencji rządu zagranicznego mającej na celu ochronę interesów i/lub bezpieczeństwa narodowego;

– implikacje geopolityczne. Znaczne nabycie aktywów zagranicznych w krajach rozwiniętych może powodować sprzeciw polityczny i naciski na podjęcie działań protekcjonistycznych;

– koncentracja siły monetarnej/finansowej (wpływ na globalny system finansowy). Wynika to z obaw o wpływ inwestycji SWF na globalne rynki finansowe i ceny aktywów (np. ryzyko bąbli cen akcji i wzrostu ich zmienności)

---

[140] Za: S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…*

[141] Bazuje to na jednej z teorii *corporate governance*. Wg drugiej, przeciwstawnej teorii *corporate governance* obecność dużych instytucjonalnych udziałowców ma pozytywny wpływ na zyskowność przedsiębiorstw, gdyż mają oni bodziec do monitorowania kadry zarządzającej przedsiębiorstwa i jej wyników finansowych (*monitoring effect*).

oraz realizację polityki monetarnej i kursowej (np. spadek popytu na obligacje skarbowe);

– odbiór w kraju. Podatnicy w krajach ustanawiających SWF mogą kwestionować sposób inwestowania publicznych zasobów;

– reakcja innych udziałowców przedsiębiorstw w których dokonywane są inwestycje.

S. Jen zwraca uwagę na niebezpieczeństwo pojawienia się finansowego protekcjonizmu, który może przybrać formę jeszcze bardziej intensywną niż protekcjonizm handlowy. Wraz z transferem zasobów do SWF następuje transformacja zagranicznych podmiotów oficjalnych z pożyczkodawców w stronę właścicieli kapitału. Obserwowany opór polityczny pod adresem SWF nie ma jednak charakteru uniwersalnego (podczas gdy USA, Wielka Brytania, Australia są bardziej przychylne SWF, Niemcy wyrażają znacznie większy sprzeciw)[142].

W kontekście powyższego, ze względu na geopolityczne skutki inwestycji SWF, postuluje się uregulowanie zasad funkcjonowania SWF, co może być początkiem odejścia od konwencjonalnej liberalnej ortodoksji dotyczącej globalnego handlu i przepływów kapitałowych[143]. Międzynarodowa debata nad zasadnością zwiększenia nadzoru nad SWF koncentruje się wokół problemu braku transparentności inwestycji oraz strategicznej/politycznej orientacji inwestycji.

Dodatkowo, ze względu na fakt, że SWF inwestują coraz więcej aktywów w prywatne instrumenty rynku finansowego, większą uwagę zwraca się na zakres, w jakim powinny przestrzegać praktyk prywatnych inwestorów instytucjonalnych.

W celu ustanowienia akceptowalnych warunków rynkowych (np. dobrowolne kodeksy zachowania dla SWF i krajów goszczących) katalizującą rolę powinny odegrać MFW, OECD oraz UE. Postuluje się koncentrację nad dwoma aspektami funkcjonowania SWF:

– wdrażanie odpowiedniej struktury *governance* (gwarantującej, m.in. jasny podział praw i obowiązków między kadrą zarządzającą SWF a rządem krajowym),

– zwiększanie transparentności (działalności, inwestycji, wartości majątku, celów i strategii inwestycyjnych, systemów zarządzania ryzykiem, kontroli wewnętrznej).

Istotnym krokiem pozwalającym osiągnąć powyższe cele było ustanowienie w 2008 r. Międzynarodowej Grupy Roboczej SWF (IWG-SWF), będącej dobrowolnym zrzeszeniem 26 krajów posiadających SWF, gdzie rolę koordynującą działania przejął MFW.

---

[142] S. Jen, *Sovereign Wealth Funds…*

[143] J. Garten, *We need rules for sovereign funds*, „Financial Times", 08.08.2007.

Wynikiem prac IWG-SWF stały się ustanowione w 2008 r. tzw. Santiago Principles. Stanowią one zestaw 24 zasad i praktyk, które kraje posiadające SWF „dobrowolnie decydują się popierać i wdrażać (*soft law principles*) w celu wzrostu ich transparentności i standardów zarządzania oraz zwiększenia nadzoru nad operacjami inwestycyjnymi". Uzgodnienie GAPP ma na celu „poprawę zrozumienia istoty SWF poprzez postrzeganie ich jako organizmów zorientowanych na realizację celów ekonomicznych i finansowych zarówno w kraju macierzystym, jak i w krajach goszczących". Celem zasad jest więc osiągnięcie wzajemnego zaufania między krajem inwestującym a goszczącym. Ma to się „przyczynić do wzmacniania stabilności globalnego systemu finansowego, redukowania nacisków protekcyjnych i utrzymania stabilnego klimatu inwestycyjnego"[144].

Niezależnie od działań IWG-SWF i MFW, także OECD rozpoczął proces regulacji działań inwestycyjnych SWF. OECD koncentruje się na regulacji od strony kraju goszczącego, co ma na celu „ułatwienie krajom wdrażanie zobowiązań wobec OECD odnośnie liberalizacji rynków, przy zachowaniu bezpieczeństwa narodowego". W przeciwieństwie do Santiago Principles, Kodeks OECD (*Freedom of Investment and National Security* Project) stanowić ma zasady wiążące prawnie dla krajów członkowskich.

4.4.2. SWF a nierównowagi globalne

SWF należy postrzegać z jednej strony jako produkt nierównowag globalnych, z drugiej strony zaś jako czynnik mogący odegrać istotną rolę w procesie dostosowawczym nierównowag[145]. Intensywny wzrost SWF należy postrzegać także jako jeden z efektów zmieniającej się struktury globalnej produkcji oraz utrzymujących się nierównowag globalnych, i w tym aspekcie może stanowić zagrożenie dla globalnej stabilności finansowej[146].

Jednocześnie, SWF mogą odegrać istotną rolę w rozwiązaniu problemu nierównowag globalnych, co wymagałoby skurczenia popytu w krajach deficytowych oraz wzrostu w krajach nadwyżkowych. Przekierunkowanie popytu może być osiągnięte poprzez stopniową deprecjację realnego kursu walutowego w krajach deficytowych wobec walut krajów nadwyżkowych. Wzrost znaczenia SWF może być „znakiem, że kraje nadwyżkowe są już mniej skłonne akceptować niską dochodowość ich aktywów. Mogłoby to wywrzeć nacisk na dostosowania kursowe i przyczynić się do redukcji nierównowag globalnych"[147].

---

[144] International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Generally Accepted Principles and Practices*, Santiago Principles, October 2008.

[145] *Sovereign Wealth Funds and global imbalances*, Bank of England, Quarterly Bulletin, Q2/2008.

[146] S. Mezzacapo, *The so-called Sovereign Wealth Funds…*

[147] *Sovereign Wealth Funds…*

Zawężające się nierównowagi globalne oraz spadek cen *commodities* wynikające z globalnego kryzysu 2007–2009 zmniejszyły tempo akumulacji aktywów i inwestycji zagranicznych w krajach posiadających SWF. Potencjalne rozwiązanie nierównowag globalnych doprowadziłoby zatem do spadku zarówno ilości, jak i wartości SWF.

Z drugiej strony, ze względu na podobieństwo do rezerw walutowych, dalsza ekspansja SWF może stać się czynnikiem podtrzymującym nierównowagi globalne.

5. Podsumowanie

Rozdział V poświęcony został ocenie współczesnego fenomenu akumulacji rezerw walutowych. Analiza obejmuje okres od drugiej połowy lat 90. XX w., uznawany powszechnie za początek dynamicznego przyrostu rezerw, do 2007 r., początku globalnego kryzysu finansowego. Przyjęcie 2007 r. jako daty granicznej prowadzonych rozważań było intencjonalne – miało na celu analizę uwarunkowań i skutków polityki akumulacyjnej w warunkach koniunktury globalnej. Rozważania są prowadzone dwutorowo – z punktu widzenia krajów realizujących politykę akumulacyjną oraz gospodarki globalnej. Z perspektywy poszczególnych gospodarek rozważania mają na celu wykazanie: motywów, źródeł pochodzenia, poziomu adekwatności oraz kosztów i ryzyk wynikających z polityki akumulacyjnej. Z punktu widzenia globalnego za istotne zagadnienia uznałam zakres dokonującej się dywersyfikacji portfela rezerw oraz wpływ polityki akumulacyjnej na globalne warunki finansowe i monetarne.

Niewątpliwą trudność w studiach empirycznych w tym obszarze stanowią nietransparentne, niepełne statystyki dotyczące stanu rezerw walutowych. Dane COFER, na których opiera się statystyka zaprezentowana w aneksie 1–2 obejmowały jedynie 55% globalnych zasobów rezerw – ok. 89% rezerw będących w posiadaniu krajów rozwiniętych i ok. 39% będących w posiadaniu krajów *emerging markets* i rozwijających się. Rezerwy nieuchwycone w statystykach („*unallocated reserves*") obejmują od 2000 r. narastającą część globalnych rezerw, stanowiąc w 2011 r. niewiele poniżej 50% przyrostu rezerw netto (za: IMF, Annual Report, 2012).

Dodatkową trudność kwantyfikacji rezerw sprawia brak ujednoliconego podejścia do klasyfikowania aktywów zakumulowanych w ramach SWF. Sygnalizowane problemy statystyczne szczególnie dotyczą krajów *emerging markets* i rozwijających się, a więc grupy krajów najintensywniej włączonych w procesy akumulacyjne.

Przegląd badań empirycznych nad motywami akumulacji rezerw prowadzi do wniosku, że zjawisko to charakteryzuje współwystępowanie wszystkich, przedstawionych z teoretycznego punktu widzenia w rozdziale IV, motywów. Tendencja do konfrontowania na gruncie badań empirycznych motywu przezornościowego z interwencyjnym prowadzi do konkluzji, że możemy co najwyżej mówić o dominującej roli jednego z tych motywów w przypadku konkretnie rozpatrywanej gospodarki, w większości przypadków oba motywy nawzajem się przenikają.

Uogólniając badania empiryczne nad adekwatnością poziomu rezerw, możnastwierdzić, że większość krajów zakumulowała wyższy poziom rezerw niż wynikałby z tradycyjnych miar adekwatności. W przypadku krajów *emerging markets* średnio rezerwy stanowiły pokrycie dla 6-miesięcznego importu, 200% dla krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego oraz 30% dla szerokiego agregatu pieniężnego (dane za 2009 r., za: Assessing reserve adequacy, IMF, February 2011). Z punktu widzenia nierównowagi globalnej istotne jest, że kluczowa gospodarka nadwyżkowa – Chiny – zakumulowała ponadopytmalny, według wszelkich przejętych miar, poziom rezerw.

Charakterystyczną cechą tego zjawiska było przekraczanie analizowanych wskaźników niezależnie od przyjętego przez kraj reżimu kursowego, chociaż większą dynamiką przyrostu oznaczały się kraje stosujące reżimy stałe w porównaniu do płynnych.

Badania empiryczne nad źródłami akumulowanych rezerw wskazują, że pochodzą one nie tylko z nadwyżek generowanych rachunkiem obrotów bieżących, lecz także – co jest niezwykle istotne – rachunkiem obrotów kapitałowych. Potwierdza to tezę o silnym wpływie przepływów kapitału netto i integracji finansowej na poziom akumulowanych rezerw. Włączanie się krajów *emerging markets* w globalne przepływy kapitałowe powoduje, że akumulacja rezerw staje się „produktem ubocznym" procesów globalizacyjnych. Dlatego też sformułować można ocenę, że akumulacja rezerw prowadząca do nierównowag globalnych, bez głębokich przemian strukturalnych w gospodarkach akumulujących rezerwy (głównie Chiny) i innych intensywnych działań podejmowanych w ramach budowy GFSN, o czym będzie mowa w kolejnym rozdziale, nie może zostać wyeliminowana w warunkach zliberalizowanych przepływów kapitałowych.

Biorąc pod uwagę przeorientowanie się w warunkach pokryzysowych kierunków przepływu kapitału, należy wnioskować, że proces wyeliminowania takiego zniekształcenia gospodarki globalnej, jakim jest akumulacja rezerw, będzie długotrwały. Jak wykazują analizy MFW, w okresie pokryzysowym istotnie zarysowuje się tendencja w koncentrowaniu napływu kapitału brutto do niewielkiej liczby krajów *emerging markets.* Podczas gdy napływy kapitału do Europy Środkowo-Wschodniej wyraźnie się skurczyły, kraje Ameryki Łacińskiej i Azji Płd-Wsch, a więc kraje które w okresie przedkryzysowym odgrywa-

ły wiodącą rolę w polityce akumulacyjnej, dominują obecnie w przyciąganiu kapitału. (Jak wskazuje raport MFW, Brazylia, Chiny, Indie, Meksyk i Turcja przyciągnęły ok. 90% napływu kapitału netto do krajów *emerging markets* w latach 2010–2011. Chiny stały się zaś w tym okresie odbiorcą 1/3 globalnych przepływów kapitału do krajów *emerging markets* (za: *Pilot external sector report*, IMF, July 2012).

Wśród przedstawianych kosztów i ryzyk ponoszonych przez kraje akumulujące rezerwy szczególną uwagę zwracam na koszty związane z ich sterylizacją. Podkreśla się, że czynnikiem łagodzącym koszty akumulacji było globalne środowisko niskiej inflacji. Wobec powyższego, wyrażany często pogląd o nieuniknionym pokryzysowym wzroście globalnej inflacji (na skutek szeroko prowadzonych przez banki centralne polityk poluzowywania ilościowego) dla krajów akumulujących rezerwy może oznaczać wzrost kosztów polityki. Z punktu widzenia globalnego, ciekawą konsekwencją polityki akumulacyjnej jest powstanie globalnego efektu bilansowego inwestycji portfelowych. Uogólniając badania empiryczne, sformułować można opinię, że akumulacja rezerw wpływa nie tylko na dochodowości amerykańskich instrumentów skarbowych, lecz także japońskich, brytyjskich i europejskich. Efekt ten jest także widoczny w odniesieniu do dochodowości instrumentów emitowanych przez sektor prywatny. Potwierdza to tezę o istnieniu globalnego kanału monetarnego.

Kolejną istotną kwestią z punktu widzenia gospodarki globalnej jest zakres dokonywania się procesu dywersyfikacji portfela rezerw. Przedstawiłam podstawowe argumenty przemawiające za ryzykiem gwałtownej dywersyfikacji portfela, jak i te łagodzące takie obawy. W tym kontekście formułuję opinię, że dotychczasowe zachowania banków centralnych przemawiają za scenariuszem dokonywania się stopniowej dywersyfikacji rezerw. Inercja charakteryzująca kompozycję walutową rezerw wynika z kombinacji wielu czynników, do których można zaliczyć trzy istotne właściwości walut rezerwowych: stanowienie kotwicy walutowej (*anchoring*), zdolność dostarczania płynności oraz zabezpieczanie (*hedging*) przed ryzykiem *sudden stop*. Właściwości te sprawiają, że kraje które akumulują rezerwy z motywu przezornościowego, osiągnąwszy wysoki poziom rezerw, nie muszą zwiększać stopnia ich dywersyfikacji.

W tym kontekście oceniam propozycję E. Trumana i innych dotyczącą utworzenia Międzynarodowego Standardu Dywersyfikacji Rezerw jako niezwykle inspirującą z punktu widzenia możliwości stabilizowania msw. Jednak mimo swojej atrakcyjności intelektualnej nie została rozpowszechniona przez MFW i nie stała się instrumentem stabilizowania globalnego środowiska finansowego.

Mimo ułomności danych statystycznych z punktu widzenia przyjętych celów pracy, przeprowadzona zostaje analiza kompozycji rezerw walutowych oraz stopnia i mechanizmu ich dywersyfikacji. Dane zawarte w rozdziale V, z założenia zamykające rozważania rokiem 2007, uzupełniłam danymi zawartymi

w aneksie 1 i 2, co pozwala wydłużyć pole analizy do 2011 r. Wynikają z tego następujące wnioski:

– kompozycja walutowa rezerw zmieniała się stopniowo w trakcie ostatniej dekady. Proces odchodzenia od USD w funkcji waluty rezerwowej jest powolny. Co ciekawe, jest on szczególnie widoczny w przypadku krajów *emerging markets* i rozwijających się. Niewątpliwie należy go wiązać z dokonującą się stopniowo internacjonalizacją walut krajów *emerging markets*;

– jednocześnie zmiany w kompozycji walutowej rezerw wynikają ze zmian w relatywnych wagach posiadanych rezerw, bardziej niż w preferencjach dotyczących portfela rezerw banków centralnych.

W szczególności, należy zauważyć, że:

– udział USD w globalnych rezerwach osiągnął w minionej dekadzie szczytowy poziom w 2001 r. (71,5%), co wynikało głównie z aprecjacji USD. Udział ten spadł do 61,8% w 2010 r., co przypisać należy deprecjacyjnemu trendowi USD i, w mniejszym stopniu, stopniowej dywersyfikacji portfela rezerw. W 2011 r. udział USD w portfelu rezerw krajów rozwiniętych był wyższy niż ogółem, zaś w portfelu krajów rozwijających się i *emerging markets* znacznie poniżej średniej (57,6%, co stanowiło spadek o 16 punktów procentowych w stosunku do roku 2001). Wzrost wartości rezerw dolarowych o 215,7 mld SDR w 2011 r. wynika ze wzrostu ilości o 204,1 mld i wzrostu w wycenie o 11,6 mld;

– udział EUR w globalnym zasobie rezerw wzrósł intensywnie pomiędzy 1999 a 2003 r., osiągając szczytowy poziom 27,7% w 2009 r. Udział ten spadł do 26,0% w 2010 r., głównie w wyniku deprecjacji EUR, a następnie do 25,0% w 2011r. Wzrost wartości rezerw w EUR o 49,0 mld SDRów w 2011 r. wynika ze wzrostu ilości o 77,1 mld i spadku w wycenie o 28,1 mld;

– udział innych walut w globalnych zasobach rezerw wykazuje tendencję wzrostową, z 3,0% w 2009 r. do 5,3% w 2011 r. Szczególnie widoczne jest to w przypadku krajów *emerging markets*, gdzie udział ten wynosił w 2011 r. 6,9% (dla porównania w przypadku krajów rozwiniętych wynosił on 3,9%).

Ostatnia część pracy poświęcona została SWF, określanym jako „bliskie substytuty rezerw walutowych". Wzrastająca liczba SWF oraz wartość zgromadzonych w nich aktywów powoduje, że nie można ignorować tej kategorii inwestorów na globalnych rynkach finansowych w rozważaniach nad nierównowagami globalnymi. W mojej opinii trudno jest jednoznacznie ocenić wpływ SWF na nierównowagi globalne i stabilność msw. Z jednej strony mogą one podtrzymywać nierównowagi, z drugiej – ze względu na mniej zachowawczą strategię inwestycyjną i wyższy stopień dywersyfikacji instrumentów – mogą przyczyniać się do ich stopniowego zawężania.

Aneks 1. Udział walut w całkowitych oficjalnych aktywach rezerwowych, dane na koniec roku (w %)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wszystkie kraje											
USD	71,5	67,1	65,9	65,9	66,9	65,5	64,1	64,1	62,0	61,8	62,2
JPY	5,0	4,4	3,9	3,8	3,6	3,1	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5
GBP	2,7	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4	4,7	4,0	4,2	3,9	3,8
CHF	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EUR	19,2	23,8	25,2	24,8	24,1	25,1	26,3	26,4	27,7	26,0	25,0
Inne	1,3	1,6	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	2,2	3,0	4,4	5,3
Kraje rozwinięte											
USD	70,5	66,4	67,1	67,3	69,2	68,1	66,0	67,1	65,1	65,0	66,3
JPY	6,1	5,4	5,2	5,0	4,7	4,2	4,0	4,3	3,9	4,5	4,2
GBP	2,7	2,8	2,3	2,7	2,7	3,3	3,5	2,7	2,8	2,5	2,5
CHF	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EUR	19,0	23,3	23,1	22,9	21,2	22,2	24,2	23,3	25,4	23,9	22,9
Inne	1,4	1,6	2,1	2,1	1,9	1,9	2,1	2,5	2,6	3,9	3,9
Kraje *emerging makrets* i rozwijające się											
USD	73,9	68,7	63,2	63,1	62,8	61,6	62,1	60,8	58,6	58,3	57,6
JPY	2,4	1,7	1,1	1,3	1,5	1,3	1,8	1,9	1,8	2,8	2,7
GBP	2,8	2,8	3,8	4,9	5,1	6,0	5,9	5,5	5,9	5,5	5,3
CHF	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EUR	19,6	25,1	30,1	29,1	29,0	29,4	28,5	29,9	30,2	28,3	27,4
Inne	1,0	1,5	1,8	1,4	1,5	1,6	1,5	1,9	3,5	5,0	6,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF, Annual Reports.

Aneks 2. Kompozycja walutowa oficjalnych aktywów rezerwowych, na koniec roku (w mld SDRów)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
USD										
Zmiany w posiadaniu	–7,0	100,3	141,1	203,6	112,0	228,5	80,1	64,5	256	215,7
Zmiany ilości	63,0	184,7	191,5	103,7	182,7	307,3	32,2	94,7	226,8	204,1
Zmiany cen	–70,1	–84,4	–50,4	99,9	–70,7	–78,8	47,9	–30,2	29,2	11,6
Wartość na koniec roku	886,1	986,4	1 127,5	1 331,1	1 443,2	1 671,7	1,751,8	1,816,3	2,072,3	2,288,0
JPY										
Zmiany w posiadaniu	–5,5	1,5	6,6	5,7	–3,4	8,4	9,4	–0,8	37,7	7,1
Zmiany ilości	–6,4	0,2	7,6	8,7	0,5	8,9	–12,3	1,6	23,4	0,4
Zmiany cen	0,9	1,3	–1,1	–3,0	–3,9	–0,5	21,7	–2,4	14,3	6,7
Wartość na koniec roku	57,5	59,0	65,5	71,2	67,8	76,2	85,6	84,8	122,6	129,7
GBP										
Zmiany w posiadaniu	3,4	4,3	16,1	13,9	25,0	25,4	–12,3	14,7	7,5	9,0
Zmiany ilości	2,5	3,8	14,5	16,1	18,0	28,9	22,9	5,1	9,5	10,3
Zmiany cen	1,0	0,5	1,6	–2,1	7,0	–3,5	–35,2	9,7	–2,0	–1,3
Wartość na koniec roku	37,2	41,5	57,6	71,5	96,5	121,9	109,6	124,3	131,8	140,8
CHF										
Zmiany w posiadaniu	1,9	–2,0	–0,5	0,1	0,9	0,3	–0,3	–0,4	0,9	–0,1
Zmiany ilości	1,4	–2,1	–0,7	0,2	0,8	0,1	–0,6	–0,4	0,5	–0,1

Aneks 2. (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Zmiany cen	0,5	0,1	0,1	–0,2	0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	0,0
Wartość na koniec roku	5,4	3,4	2,8	2,9	3,8	4,0	3,8	3,4	4,3	4,2
EUR										
Zmiany w posia-daniu	74,8	62,0	47,7	54,4	74,6	131,9	37,2	87,7	61,5	49,0
Zmiany ilości	48,5	28,4	34,2	81,7	44,5	92,4	59,9	74,8	108,7	77,1
Zmiany cen	26,3	33,6	13,5	–27,3	30,0	39,5	–22,7	12,9	–47,2	–28,1
Wartość na koniec roku	314,4	376,4	424,1	478,5	553,1	685,0	722,2	809,9	871,4	920,4
Suma powyższych										
Zmiany w posia-daniu	67,6	166,1	211,0	277,7	209,1	394,5	114,1	165,8	363,7	280,7
Zmiany ilości	109,0	215,0	247,2	210,4	246,5	437,6	102,1	175,7	368,9	291,8
Zmiany cen	–41,4	–48,9	–36,3	67,3	–37,4	–43,1	12,0	–9,9	–5,2	–11,2
Wartość na koniec roku	1 300,5	1 466,6	1 677,6	1 955,3	2 164,4	2 558,8	2 672,9	2,838,7	3,202,5	3,483,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF, Annual Reports.

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

Wśród przyczyn kryzysu finansowego kładzie się nacisk na dwie grupy czynników:

– niedostateczną regulację i nadzór nad systemem finansowym oraz czynniki mikroekonomiczne,

– czynniki makroekonomiczne, które ukształtowały środowisko niskich stóp procentowych i narastających nierównowag globalnych. Należy tu wymienić globalną nadwyżkę oszczędności nad inwestycjami, nadwyżkę płynności, w połączeniu z silnym popytem na bezpieczne i płynne aktywa finansowe i niewystarczającą ich podażą.

1.1. Czynniki nierównowag globalnych generujące kryzys finansowy

Współzależność czynnika nierównowag globalnych i niedostatecznej regulacji rynku finansowego wraz z rozwojem innowacji na rynku jest akcentowana w większości raportów na temat przyczyn kryzysu[1]. Bezpośrednim czynnikiem uruchamiającym kryzys nie była jednak korekta nierównowag poprzez odpływ kapitału i deprecjację USD, lecz wadliwie funkcjonujące systemy finansowe. Nie ma jednak zgody w literaturze odnośnie do zakresu i siły pośredniego oddziaływania na kryzys nierównowag globalnych.

---

[1] Por. De Larosiere, *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*, Raport opracowany na zlecenie Komisji Europejskiej 2009. także w Raporcie NBP pt: *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa 2009 pada sformułowanie: „Wśród przyczyn wystąpienia zaburzeń na sferę realną gospodarek wymienia się zarówno zjawiska o charakterze makro-, jak i mikroekonomicznym. Wśród tych pierwszych do najważniejszych należy zaliczyć narastającą w ciągu ostatniego dziesięciolecia skalę globalnych nierównowag oraz problemy, jakie były wynikiem długotrwałego utrzymywania się (realnych) stóp procentowych na niskim poziomie”.

Dodatkowym czynnikiem przyczyniającym się do skali kryzysu była niewystarczająca koncentracja krajów i instytucji międzynarodowych na stabilności zewnętrznej jako dobru publicznym (*public good*), co skutkowało brakiem wystarczających instrumentów dyscyplinujących krajowe polityki gospodarcze. Funkcjonowanie współczesnego międzynarodowego systemu walutowego jest traktowane jako czynnik przyczyniający się do kryzysu, przy czym zakres jego oddziaływania nie jest postrzegany jednoznacznie. Zgodnie z jednym skrajnym podejściem, kryzysogenność msw wynika z jego wadliwej konstrukcji, opartej na monowalutowej strukturze płynności międzynarodowej. Punktem wyjścia jest zatem uznanie, że msw oparty na walucie emitowanej przez jeden kraj z założenia musi stanowić ryzyko systemowe (*systemic risk*) dla gospodarki światowej[2]. Poglądowi temu przeciwstawia się drugi skrajny pogląd, zgodnie z którym kryzys finansowy wynikał głównie z niewystarczającej regulacji, brak jest dowodów na generowanie kryzysu przez poszczególne elementy msw.

Próbując wypośrodkować oba skrajne spojrzenia, nie sposób zaprzeczyć, że podstawowy problem współczesnego msw wynika z niedostatecznego dostępu do waluty międzynarodowej, co w przypadku szoku zewnętrznego (jakim był kryzys płynnościowy w systemie bankowym) może zwiększać zmienność przepływów kapitałowych i zaburzać elastyczne funkcjonowanie msw.

Tak więc w ocenie roli USD i msw w generowaniu kryzysu wyłaniają się trzy grupy poglądów (tzw. dwa skrajne i jeden pośredni):

1. Brak istotnej roli USD. Pogląd ten opiera się na występującej aprecjacji USD w okresie napięć na rynkach finansowych i rozszerzania się kryzysu. Wraz ze wzrostem awersji do ryzyka i pogłębianiem procesu delewarowania, wystąpiło zjawisko *flight to safety*, prowadzące do aprecjacji USD. Spadek deficytu CA w USA nie wynikał zatem ze spadku napływów kapitału, lecz zmniejszenia zagregowanego popytu będącego następstwem krajowych problemów w sektorze finansowym (w połączeniu ze spadkiem światowych obrotów handlowych i cen ropy). Zgodnie z tym poglądem, międzynarodowa pozycja USD jest niezagrożona.
2. Istotna rola USD i „paradoksu Triffina". Zgodnie z tym poglądem, emitent waluty międzynarodowej – USA – może zaspokoić globalny popyt na płynność tylko poprzez stymulowanie popytu wewnętrznego, co nieuchronnie prowadzi do akumulacji długu (wewnętrznego i zagranicznego). Powoduje to osłabienie wiarygodności międzynarodowej waluty i jej statusu jako waluty rezerwowej. Emitent waluty międzynarodowej ma tendencję do kreowania nadmiernej płynności na rynkach globalnych, tworząc tym samym długookresowy trend deprecjacyjny waluty.
3. Rola USD i msw jest istotna, jednak nie zasadnicza. Szok zewnętrzny (jakim był upadek Lehman Brothers) może zwiększać zmienność przepływów

[2] Popularne stało się nazywanie mechanizmów obecnie funkcjonującego msw „współczesnym paradoksem Triffina".

kapitałowych i zaburzać gładkie funkcjonowanie msw. Czynnikiem, który wygenerował niestabilność msw i przyczynił się do kryzysu, był brak dyscyplinujących środków dla krajowych polityk gospodarczych. Jest to pogląd pośredni, akcentujący potrzebę stworzenia globalnej siatki bezpieczeństwa finansowego.

Wśród determinant kryzysu wyodrębnia się niektóre z czynników, które leżą u podstaw alternatywnych koncepcji nierównowag globalnych. Najwięcej kontrowersji stanowi dyskusja między argumentami bazującymi na koncepcji nadmiernych oszczędności globalnych i nadpłynności gospodarki globalnej.

Wśród przyczyn kryzysu akcentuje się rolę nadmiaru oszczędności i realnych nierównowag. Istotną rolę przypisuje się akumulacji rezerw, które poprzez zniekształcenie kierunków globalnych przepływów kapitałowych wpływały na układ kursów walutowych i realne stopy procentowe. Przyczyniając się do narastania zjawiska globalnych nierównowag, destabilizowały msw i stały się strukturalnym podłożem globalnego kryzysu finansowego. Ponadto, ekspansywne polityki fiskalne, szczególnie w USA, pogłębiły krajowe nierównowagi. Towarzyszył temu brak odpowiednich reform strukturalnych mogących wygładzić krajowe i zewnętrzne nierównowagi. Koncepcja nadmiaru oszczędności przypisuje kluczową rolę krajom nadwyżkowym – nadwyżki płatnicze, stanowiące wynik nadmiernych oszczędności, poprzez odpływ kapitału netto obniżały globalne długoterminowe stopy procentowe. Jednakże, analiza przepływów kapitałowych brutto wykazuje, że europejskie banki (głównie w Szwajcarii i Niemczech) odegrały jeszcze większą rolę w finansowaniu boomu kredytowego w USA niż kraje *emerging markets* poprzez nadwyżki płatnicze. Banki europejskich krajów nadwyżkowych były w podobnym stopniu, jak banki amerykańskie, zaangażowane w kreację wolnych od ryzyka aktywów poprzez koncentrację ryzyka. Innymi słowy, większość napływów kapitałowych brutto generujących boom na rynku kredytowym w USA pochodziło z sektora prywatnego niż z akumulacji rezerw sektora oficjalnego[3]. Dodatkowo, geograficzna dystrybucja źródeł kryzysu przeczy tezie o wiodącej roli krajów nadwyżkowych. Jest to istotne spostrzeżenie, osłabiające rolę *global saving glut* w generowaniu kryzysu. C. Borio i inni zwracają uwagę także, że w okresie narastania kryzysu stopy procentowe spadły poniżej poziomu stopy naturalnej. Oznacza to, że niskie globalne stopy procentowe nie są wynikiem wyłącznie *saving glut*, lecz przypisać je należy także czynnikom, takim jak akomodacyjna polityka monetarna, która przyczyniała się do nadmiaru płynności[4]. O ile faktycznie niskie realne stopy procentowe tworzą korzystne środowisko dla tworzenia się bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, nie jest oczywiste, że wzrosłyby, gdyby nierównowagi globalne zostały w jakimś stopniu wyeliminowane.

---

[3] C. Borio, P. Disyatat, *Global imbalances and the financial crisis. Reassessing the role of international finance*, „Asian Economic Policy Review" 2010.

[4] *Ibidem.*

Rola przepływu kapitałów do systemu bankowego USA zarówno z krajów nadwyżkowych (Niemcy, Szwajcaria), jak i deficytowych (Wielka Brytania) stanowi, zdaniem M. Obstfelda, argument za uznaniem roli pozycji inwestycyjnej brutto jako istotnej miary nierównowagi globalnej[5].

Kolejny aspekt nierównowag globalnych generujących kryzys to nadmiar płynności, nierównowagi finansowe i nadmierna elastyczność msw. Głównym czynnikiem kryzysogennym była nadmiernie ekspansywna polityka pieniężna w USA i Japonii, prowadząca do ekspansji akcji kredytowej. Wzrost akcji kredytowej i narastanie nierównowag finansowych (jak np. narastanie bilansów sektora prywatnego jako rezultatu agresywnej strategii *risk taking*) nie było jednak wychwycone przez banki centralne, skoncentrowane na strategiach inflacyjnych i kotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych (co nazwane zostało paradoksem wiarygodności – *the paradox of credibility*).

W ocenie przyczyn kryzysu sięga się także po kolejny argument nierównowag, jakim jest międzynarodowa asymetria w popycie i podaży aktywów finansowych. R. Caballero[6] zwraca uwagę, że w odpowiedzi na zwiększony popyt zagranicy na bezpieczne aktywa finansowe USA powiększyły podaż aktywów, co stało się także bodźcem do tworzenia toksycznych aktywów.

1.2. Korekta nierównowagi globalnej w czasie kryzysu i dalsze perspektywy

W okresie kryzysu finansowego 2007–2009 nastąpiło widoczne zmniejszenie nierównowag globalnych, co nie jest jednak niczym zaskakującym w okresie spowolnienia gospodarczego. Zawężenie nierównowag na mniejszą skalę wystąpiło już w 2001 r., kiedy globalny wzrost spadł z 4,8 do 2,3%. Spowolnienie gospodarcze w okresie kryzysu było wyraźniejsze, globalny wzrost spadł z 5,3 w 2007 r. do 2,8 w 2008 r. oraz – 0,6% w 2009 r.

Deficyt CA w USA spadł z 6,1% PKB w 2006 r. do 2,8% PKB w 2009 r. Spadek ten odzwierciedlał z jednej strony spadek inwestycji prywatnych (głównie w sektorze budowlanym), z drugiej strony wzrost prywatnych oszczędności. Nadwyżka na rachunku CA w Chinach zmniejszyła się z 9,5% w 2008 r. do 5% PKB w 2009 r., odzwierciedlając głównie spadek globalnego handlu i wzrost wydatków publicznych.

---

[5] M. Obstfeld, *Does the current account still matter?*, NBER Working Paper, no. 17 877/2012.

[6] R. Caballero, Krishnamurthy, *Global imbalances and financial fragility*, NBER Working Paper Series, no. 14 688, January 2009.

Proces korekty nierównowag globalnych, który można było zaobserwować na rachunkach bieżących i finansowych w latach 2008–2009, był powodowany głównie czynnikami cyklicznymi, związanymi z kryzysem finansowym – spadkiem popytu ze strony gospodarstw domowych, (które zwiększyły stopę oszczędzania w odpowiedzi na pogorszenie ich bilansów spowodowane spadającymi cenami aktywów, tzw. *adverse wealth effect*) i spadkiem inwestycji w USA. Dodatkowymi czynnikami były niższe ceny ropy naftowej, korekty cen aktywów, spadek globalnych przepływów handlowych i ekspansja fiskalna w Chinach[7].

Spadek globalnego handlu w okresie kryzysu odzwierciedlał:

– zmniejszenie globalnego popytu i odkładanie zakupów dóbr trwałego użytku w wyniku niepewności co do sytuacji gospodarczej,

– wzmocnienie działania szoku poprzez międzynarodowe łańcuchy podaży,

– trudności z finansowaniem globalnego handlu, co także odzwierciedlało niepewność.

Jednakże, jak pokazują doświadczenia historyczne, wpływ powyższych czynników na wolumen handlu szybko się niweluje wraz z ożywieniem gospodarczym[8].

Analizując korektę nierównowagi od strony bilansów sektorów, widać, że w niektórych przypadkach korekta była wynikiem pogorszenia bilansu sektora rządowego (kraje nadwyżkowe: Niemcy, Japonia), w innych krajach poprawy bilansów sektora prywatnego (USA). Również odmiennie kształtowały się reakcje stopy oszczędności i inwestycji w procesie korekty. W głównych krajach nadwyżkowych (Niemcy, Japonia) spadek stopy oszczędności odpowiadał w głównej mierze za spadek nadwyżki CA w okresie 2007–2010. W USA spadek inwestycji w tym okresie był głównym czynnikiem poprawy salda CA[9].

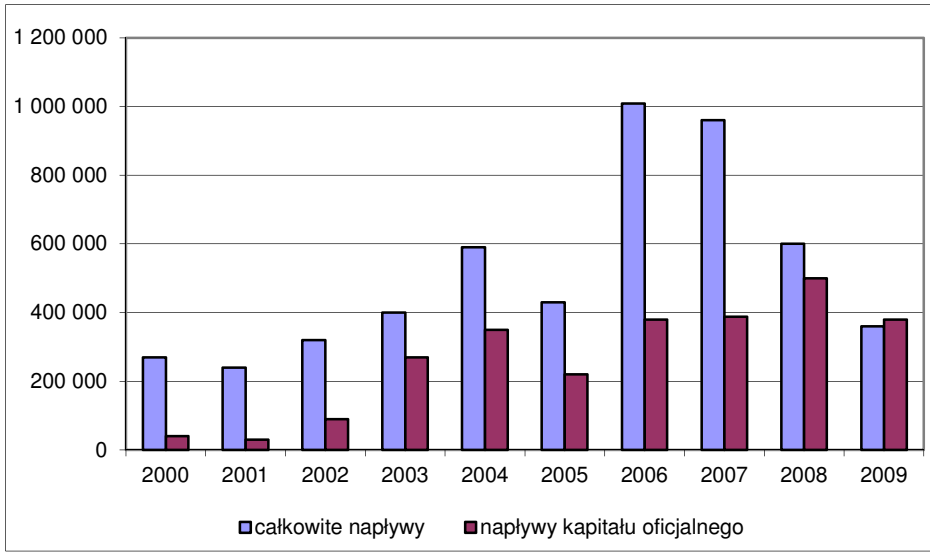
Podczas kryzysu 2007–2009 istotny był spadek napływu kapitału prywatnego z krajów *emerging markets* do USA. W tym okresie przepływy kapitału oficjalnego stanowiły prawie całość napływu kapitału brutto. Jednocześnie potwierdza to tezę, że mimo dynamicznego wzrostu napływu kapitału oficjalnego do USA od początku XXI w. napływy kapitału prywatnego brutto stanowiły główny motor przepływów kapitałowych. Potwierdza to słuszność hipotezy, która nierównowagi globalne postrzega głównie przez pryzmat asymetrii w podaży i/lub popycie inwestorów na międzynarodowe aktywa finansowe.

---

[7] *Prospects for real and financial imbalances and global rebalancing*, „ECB, Monthly Bulletin", April 2010.

[8] *Ibidem.*

[9] L. De Mello, P. Padoan, *Are global imbalances sustainable?*, OECD Economics Department Working Papers, no. 795/2010.



Wykres 21. Napływy kapitału brutto do USA z krajów *emerging markets* (w mld USD)

Źródło: L. Serven, H. Nguyen, *Global imbalances before and after the global crisis*, Policy Research Working Paper, no. 5354, World Bank, June 2010.

Jednakże trwałość korekty płatniczej w okresie kryzysu jest dyskusyjna. Dominuje pogląd, że wraz z wychodzeniem gospodarki światowej z recesji, a tym samym ożywieniem popytu wewnętrznego w USA, globalne nierównowagi płatnicze ponownie ulegną rozszerzeniu. Dla trwałości korekty kluczowe staje się wyeliminowanie strukturalnych czynników nierównowag, np. poprzez obniżenie oszczędności czy też uelastycznienie reżimów kursowych w krajach nadwyżkowych[10].

J. Gragon[11] prognozuje, że nierównowagi zewnętrzne w okresie 2011–2015 będą jeszcze większe niż obserwowane w latach 2004–2008. Będzie to wynikało z wielu czynników, m.in. trwałych efektów kryzysu finansowego. Jeden z argumentów opiera się na spostrzeżeniu, że kryzysy bankowe i kryzysy długu publicznego ograniczają krajowy import w perspektywie długookresowej[12].

Ostrożnie do kwestii prognozowania dalszej ewolucji nierównowag globalnych podchodzą G. Schnabl i inni. Zdaniem autorów, globalne nierównowagi CA będą mniejsze, jeśli międzynarodowi prywatni inwestorzy staną się bardziej niechętni do inwestowania w USA w wyniku odnotowania strat finansowych

[10] Za: „Financial Stability Review", EBC, December 2009.

[11] J. Gragon, *Current account imbalances coming back*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2010.

[12] A. Abiad i in., *Do financial crises have lasting effects on trade?*, Chapter 4, IMF World Economic Outlook, Washington, IMF, 2010.

w portfelu sekurytyzowanych aktywów. W wyniku tego np. eksport kapitału do USA i innych regionów może się skurczyć, spadnie wolumen handlu międzynarodowego, zaś bilateralne nierównowagi CA będą mniejsze. Całkiem przeciwny może być wpływ kryzysu na międzynarodowe przepływy kapitału publicznego. Spadek stóp procentowych i polityka *quantitative easing* w USA może spowodować ponowny wzrost skali odpływu kapitału do krajów peryferyjnych. W wyniku tego, należy się spodziewać wzrostu skali akumulacji rezerw i wzrostu inwestycji w amerykańskie papiery skarbowe. Oznaczać to będzie wzrost nierównowag globalnych, wspieranych wzrostem skali akumulacji rezerw w krajach peryferyjnych. Jedynym trwałym rozwiązaniem dylematu mogłoby być przechodzenie coraz większej liczby krajów peryferyjnych z usztywniania kursu w stosunku do USD (*dollar peg*) na usztywnianie w stosunku do EUR (*euro peg*)[13].

Czynnikiem strukturalnym, sugerującym, że nierównowagi globalne w najbliższej przyszłości będą narastać, jest asymetria w globalnych stopach wzrostu. Asymetria ta nasiliła się wraz z wygaszaniem efektów kryzysu finansowego; azjatyckie kraje *emerging markets* najszybciej odnotowały powrót do ścieżki wysokiego wzrostu, potwierdzając swoją pozycję głównego źródła globalnego wzrostu. Może to mieć istotne konsekwencje dla globalnych konstelacji rachunków CA, zważywszy, że azjatyckie kraje nadwyżkowe w najmniejszym zakresie odnotowały korektę[14].

Próbując oszacować dalsze kształtowanie się nierównowag globalnych w okresie pokryzysowym, przy założeniu braku reform systemowych i korekty w politykach narodowych, EBC zwraca uwagę na dwie alternatywne ścieżki ewolucji, uzależnione od pokryzysowych warunków wzrostu gospodarki globalnej[15]:

– w scenariuszu wysokiego wzrostu – nierównowagi będą się pogłębiać. Azjatyckie kraje nadwyżkowe będą kontynuować politykę proeksportową, USA – bez istotnej redukcji deficytu sektora publicznego będą nadal osiągały deficyty;

– w scenariuszu niskiego wzrostu – nierównowagi mogą zostać zredukowane, ale za cenę niskiego wzrostu globalnego. Opiera się to na założeniu niższego wzrostu potencjalnego spowodowanego wychodzeniem z kryzysu krajów rozwiniętych, co jednocześnie zahamuje eksport krajów nadwyżkowych.

Oba scenariusze są więc niekorzystne dla gospodarki globalnej, stanowiąc kluczowy argument za intensyfikacją reform strukturalnych i działaniami koordynacyjnymi.

Konsekwencją utrzymywania się nierównowag globalnych może być wzrost nacisków protekcjonistycznych. Zgodnie z interpretacją T. Bracke'a i innych, protekcjonizm jest zarówno źródłem zniekształcenia (*distortion*), jak i ryzykiem wynikającym z nierównowag globalnych (por. wnioski z rozdziału I).

---

[13] G. Schnabl, S. Freitag, *An asymmetry matrix in global current accounts*, Universitat Leipzig, Working Paper, no. 76, January 2009.

[14] *Prospects for real and financial imbalances…*

[15] *Ibidem.*

H. Faruqee i inni zbadał wpływ barier handlowych, wprowadzonych jednocześnie przez wszystkie kraje, na PKB. Doszedł do wniosku, że wzrost ceł importowych obniżyłby wzrost gospodarczy we wszystkich krajach o:

– 1,2 punktu procentowego PKB w USA,
– 3,2 punktu procentowego PKB w azjatyckich krajach *emerging markets*,
– 2,8 punktu procentowego PKB w grupie krajów składających się z Japonii i krajów UGiW,
– 2,4 punktu procentowego PKB w przypadku pozostałych krajów[16].

Na negatywne skutki protekcjonizmu, jako główne zagrożenie nierównowag globalnych, zwraca także uwagę M. Xafa. Doświadczenia z marca 2007 r., kiedy USA nałożyły cła importowe (*countrevailing duties*) na pewne kategorie towarów importowanych z Chin, wskazują na niebezpieczeństwo destabilizacji gospodarki światowej na skutek działań protekcyjnych. Działanie protekcyjne ze strony USA doprowadziło do gwałtownego wzrostu spekulacyjnych krótkich pozycji walutowych wobec USD. IMM Commitment of Traders zarejestrował skokowy wzrost o 4 mld USD, do 18 mld USD tych pozycji w ciągu tygodnia, głównie wobec pozycji długich w euro[17].

M. Obstfeld i inni[18] zwracają uwagę na inną problematyczną kwestię (zarówno dla USA, jak i gospodarki globalnej), wynikającą z utrzymywania się *global imbalances*. Podkreśla, że nadwyżki płatnicze Chin, przyczyniając się do tworzenia środowiska niskich globalnych stóp procentowych, wywierają deflacyjny wpływ na gospodarkę globalną, tworzą ryzyko kolejnych potencjalnych bąbli spekulacyjnych na rynkach cen aktywów. Wówczas na rynkach finansowych trudniej jest zacieśniać nadzór finansowy, gdyż inflacja cen aktywów pozwala uczestnikom rynków finansowych wykazywać, że ich bilanse są stabilne. Może to generować większą kryzysogenność globalnego systemu finansowego.

Istotne znaczenie ma zatem właściwa reakcja krajowej polityki monetarnej dla przeciwdziałania ruchom cen aktywów i przepływom kredytu. W procesie korekty deficytu CA istotne jest zacieśnianie polityki pieniężnej. A. Ferrero i inni wykazują, że istotna jest lepsza polityka makroekonomiczna, oparta na regule monetarnej, zakładającej, że deficyty zewnętrzne podnoszą naturalną realną stopę procentową[19]. Problem ten wymaga jednak dalszych, pogłębionych studiów teoretyczno-empirycznych.

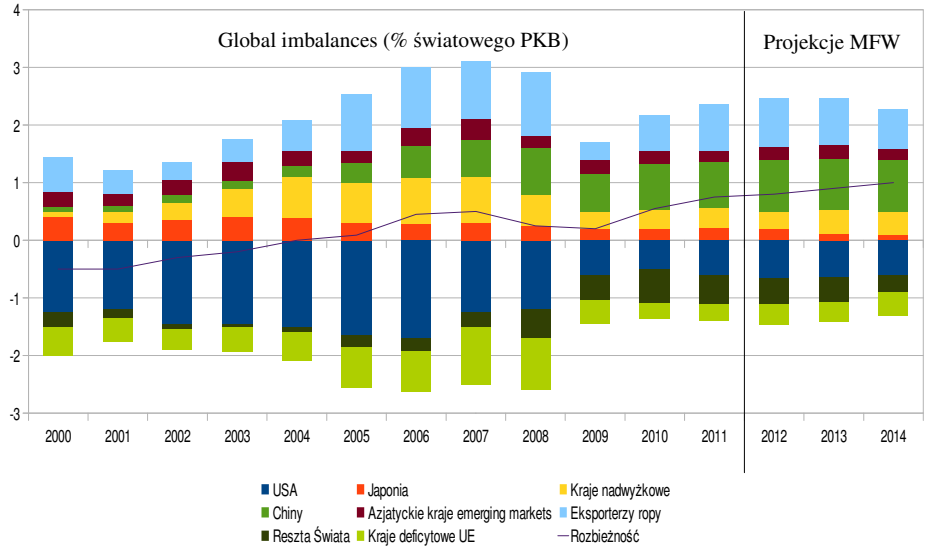
---

[16] H. Faraque i in., *Smooth landing or crash? Model-based scenarios of global current account rebalancing*, [w:] R. Clarida, *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, NBER conference volume, University of Chicago Press, 2006.

[17] M. Xafa, *Global imbalances and financial stability*, IMF Working Paper, WP/07/11, May 2007.

[18] M. Obstfeld, *Does the current…*

[19] A. Ferraro i in., *Current account dynamics and monetary policy*, Working Paper, no. 13 906, NBER, 2008.



Wykres 22. Nierównowagi globalne (jako saldo CA, w % światowego PKB)

Źródło: O. Blanchard, G. Milesi-Ferretti, *Global imbalances: in midstream?*, IMF Staff Position Note, 2009.

1.3. Kierunki zwiększania stabilności międzynarodowego systemu walutowego jako odpowiedź na zjawisko *global imbalances*

Sprawny msw powinien zapewniać dostarczenie dwóch „globalnych dóbr publicznych" (*global public goods*):

– międzynarodowej waluty lub walut,

– zewnętrznej stabilności. Pojęcie *external stability* jest rozumiane jako „taka globalna konstelacja międzynarodowych powiązań w sferze realnej i finansowej (kształtowania się rachunków bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej), która byłaby trwała (*sustainable)* – a więc nie generowała ryzyka gwałtownej korekty, z negatywnymi skutkami takimi jak gwałtowne korekty kursowe i ruchy cen aktywów, lub zawężenie produkcji i zatrudnienia"[20].

Między oboma komponentami mogą, w pewnych okolicznościach, powstawać napięcia (konflikty, dylematy):

– z perspektywy monetarnej, głównym źródłem płynności gospodarki globalnej jest wzrost należności brutto denominowanych w międzynarodowej walucie. Jednakże, nadmierna płynność globalna może osłabiać zaufanie do waluty

[20] E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123/2011. Traktowanie msw w kategoriach „dobra publicznego" pojawiło się w literaturze już wcześniej, stosowane m.in. przez B. Eichengreena (1987).

międzynarodowej, szczególnie jeśli będzie jej towarzyszyła niestabilna polityka wewnętrzna w kraju emitencie waluty międzynarodowej;

– z perspektywy bilansu płatniczego napięcie może wynikać z finansowania deficytu i dostosowań: sprawność msw zależy od skłonności zagranicy do posługiwania się walutą międzynarodową, ale także od chęci pożyczkobiorców (emitentów) do dostosowań, kiedy nierównowaga staje się *unsustainable*. Oznacza to, że proces dostosowawczy musi być symetryczny: skłonność emitenta waluty międzynarodowej do dostosowań musi być jednoczesna ze skłonnością krajów kredytodawców.

Tabela 38. W kierunku bardziej stabilnego międzynarodowego systemu walutowego – obszary reformy i alternatywne rozwiązania

Obszary modyfikacji	Alternatywne rozwiązania	Dotychczasowy postęp	Potencjalne zastosowanie
1. Podaż waluty międzynarodowej	Konkurencja między walutami = wielowalutowy msw	+	++
	Waluta koszykowa = msw oparty na SDR	=	?
	Ponadnarodowy pieniądz papierowy = msw oparty na walucie typu bankor	–	–
2. Przezornościowy popyt na waluty międzynarodowe	Globalna Sieć Bezpieczeństwa Finansowego (GFSN)	+	+
	Większe zaangażowanie MFW w sprawy dot. rachunku kapitałowego	=	+
3. Nadzór nad msw	Nacisk na powiązania między krajami (MFW, G20, współpraca regionalna)	+	++
	Przyjęcie wartości progowych dla rachunku obrotów bieżących	+	?
	Osłabienie popytu na rezerwy nie wynikającego z motywu przezornościowego	–	?
	Wzmocnienie nadzoru finansowego	+	++
	Zwiększenie nadzoru nad głównymi uczestnikami msw[a]	–	?
4. Dyscyplina rynkowa	Rozwój rynków finansowych w krajach *emerging markets*	+	+++
	Ponowna wycena ryzyka kraju		

[a] Rozumianymi jako te kraje, które w największym stopniu zgłaszają popyt na płynność międzynarodową, jak i tworzą jej podaż.

Źródło: E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occasional Paper Series, no. 123/2011.

W celu zwiększenia efektywności *global public goods*, coraz częściej rekomenduje się konieczność poszukiwania sprawniejszych rozwiązań. E. Dorrucci i inni wyodrębniają cztery obszary niezbędnych modyfikacji w msw. Z punktu widzenia perspektywy badawczej niniejszej pracy szczególnej analizie poddaną zostaną dwa pierwsze i niektóre komponenty trzeciego ze wskazywanych obszarów modyfikacji.

Zwolennicy tezy o roli czynnika waluty międzynarodowej jako *global public good* w destabilizowaniu msw uznają, że muszą zostać podjęte równoległe działania, które:

– od strony popytowej – doprowadziłyby do zmniejszenia tempa akumulacji rezerw walutowych, które – ze względu na swoją skalę i koncentrację – uznane zostało za negatywne zjawisko z punktu widzenia stabilności gospodarki światowej. Głównym kierunkiem działań w tym obszarze powinno być zapewnianie sprawnych mechanizmów alokacji płynności walutowej;

– od strony podażowej – doprowadziłyby do innych źródeł kreacji waluty rezerwowej (oraz szerzej, międzynarodowej), co pozwoliłoby przełamać „monopol naturalny" USD. Stopień dotychczasowej dywersyfikacji walut rezerwowych uznaje się za niewystarczający, zwłaszcza wobec tempa akumulacji aktywów rezerwowych.

Dotychczasowe działania i kierunki ewolucji popytowych i podażowych aspektów waluty międzynarodowej jako *global public good* zostaną przedstawione i skomentowane w kolejnych punktach rozdziału.

2. Międzynarodowe mechanizmy alokacji płynności – doświadczenia kryzysu 2007–2009 i wnioski na przyszłość

2.1. Problem braku płynności walutowej w okresie kryzysu finansowego

Kryzys wykazał, że na skutek globalizacji finansowej i wyłonienia się globalnych banków obok tradycyjnego popytu na rezerwy zgłaszanego przez banki centralne w celu dokonania interwencji na rynku walutowym może pojawić się popyt wynikający z potrzeby zapewnienia płynności rynku pieniężnego i konieczności *de facto* zastąpienia przez banki centralne rynku międzybankowego. Brak międzynarodowej płynności (*shortage of international liquidity*) stał się jednym z czynników, które przyczyniły się do rozlania kryzysu finansowego poza obszar USA.

W trakcie kryzysu finansowego 2007–2009 wystąpiło zjawisko okresowego, nagłego wysuszania płynności walutowej. Kryzys płynnościowy, wynikający z przepływów międzynarodowych funduszy do USA i Japonii, doprowadził do braku płynności walutowej, głównie dolarowej, zaburzeń w funkcjonowaniu

rynków hurtowych (głównie depozytów i swapów walutowych). Obawy dotyczące ryzyka kredytowego spowodowały rozprzestrzeniający się brak zaufania w sektorze bankowym. Zwiększony popyt na płynność wywarł nacisk na globalnym rynku międzybankowych pożyczek dolarowych, w wyniku czego międzybankowe stopy procentowe denominowane w USD wzrosły gwałtownie, a uczestnicy rynku doświadczyli załamania rynku pożyczek o zapadalności dłuższej niż O/N.

Zasadniczo, bank centralny zasila system bankowy płynnością w walucie krajowej. Jeśli jednak banki komercyjne potrzebują płynności walutowej, konieczny jest dostęp banku centralnego do źródeł takiej płynności. Oczywiście, bank centralny, próbując zapewnić płynność walutową systemowi bankowemu, może tego dokonać w walucie krajowej, zmuszając system bankowy do wymiany waluty krajowej na potrzebne dewizy na otwartym rynku. Jednak w okresie kryzysu mogłoby to być bardzo utrudnione, a ponadto sprzedaż waluty krajowej przez banki komercyjne wywierałaby presję na deprecjację kursu.

Banki centralne mogły dostarczyć dolarową płynność z własnych rezerw walutowych lub z otwartego rynku. Jednak, jak zauważa M. Fleming i inni, zasoby rezerw walutowych w większości banków centralnych były mniejsze niż np. kwoty udostępniane w ramach linii swapowych, więc byłyby niewystarczającym źródłem dostarczenia waluty zagranicznej. Ponadto, nie zawsze ich struktura walutowa odpowiada strukturze walutowej zgłaszanego popytu na płynność oraz mogą być one ulokowane w niepłynnych aktywach. Dodatkowo alokowanie płynności z rezerw walutowych oznacza ściąganie płynności w walucie krajowej z sektora bankowego, co w czasie kryzysu nie było zjawiskiem pożądanym. Gdyby zaś banki centralne były zmuszone sprzedać własną walutę na wolnym rynku w celu zakupu dolarów, transakcje takie wypchnęłyby prywatne transakcje, obniżając zdolność banków komercyjnych do zapewnienia płynności dolarowej bez uciekania się do pomocy oficjalnej[21].

Należy zwrócić uwagę, że problemy z płynnością dewizową nie ograniczały się do krajów *emerging markets* (jak wcześniejsze epizody kryzysów finansowych), lecz były odczuwalne także w wielu krajach rozwiniętych[22]. Jak zauważa M. Obstfeld i inni, zawirowania na rynkach kredytowych w 2007 r. pokazały, że w świecie głęboko powiązanych rynków finansowych, potrzeba płynności walutowej w sytuacji niestabilności finansowej nie ogranicza się do krajów rozwijających się, lecz jest zjawiskiem globalnym[23].

---

[21] M. Fleming, N. Klagge, *The Federal Reserve's foreign exchange swap lines*, Current issues in economics and finance, Federal Reserve Bank of New York, vol. 16, no. 4, April 2010.

[22] Problemy braku płynności walutowej były dotychczas traktowane jako domena krajów *emerging markets* (np. dotknęły azjatyckie kraje *emerging markets* w czasie kryzysu azjatyckiego 1997–1998), jednak po raz pierwszy od lat 30. XX w. dotknął kraje rozwinięte (Europy Zachodniej).

[23] M. Obstfeld i in., *Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008*, NBER Working Paper, no. 14 826/ 2009.

Waluty, w których system bankowy odczuwał problemy z płynnością (*liquidity shortages*), charakteryzowało to, że[24]:

– były walutami, w których banki komercyjne działające na obszarze poza krajem emisji waluty denominowały duże wartości swoich aktywów, które nie mogły być szybko upłynnione;

– niektóre banki miały problemy z pozyskiwaniem nowych depozytów w tych walutach lub doświadczały wycofywania finansowania uprzednio zapewnionego przez ich banki-matki.

Walutami najczęściej używanymi do denominowania pożyczek w walutach obcych były USD, euro i frank szwajcarski. Niedostatek USD, franka szwajcarskiego oraz jena japońskiego należy wiązać z zastosowaniem tych walut w transakcjach *carry trades*, ze względu na ich niskie oprocentowanie w okresie poprzedzającym *credit crunch*. Euro i frank szwajcarski ponadto były wykorzystywane w wielu krajach *emerging markets* jako waluta denominowania kredytów hipotecznych, ze względu na ich niższe, w porównaniu z krajowymi, oprocentowanie[25].

W. Allen i inni oszacowali, że największy brak płynności dewizowej dotyczył kolejno płynności:

– dolarowej w strefie euro (ok. 400 mld USD),
– w jenie w Wielkiej Brytanii (odpowiednio 90 mld USD),
– w euro w USA (odpowiednio 70 mld USD),
– we frankach szwajcarskich w strefie euro (odpowiednio 30 mld USD).

Skutki braku płynności w danej walucie znajdowały swoje odzwierciedlenie we wzroście pokrytego zróżnicowania oprocentowania (spready na rynku FX swapów) i poszerzeniu spreadów swapów bazowych między krajami oraz w deprecjonującym się kursie spotowym w niektórych krajach.

Jednym z podstawowych wyzwań, przed jakimi w dobie kryzysu finansowego 2007–2009 stanęły banki centralne i rządy, było uzyskanie pomocy płynnościowej (*liquidity assistance*), głównie dolarowej. Zapewnienie dostępu do międzynarodowej płynności walutowej stało się dla banków centralnych niezbędne, aby umożliwić systemowi bankowemu finansowanie aktywów denominowanych w walutach obcych. Drugim obszarem braku płynności walutowej, zagrażającym stabilności finansowej kraju, stało się ryzyko nagłego odpływu kapitału z kraju, generujące presję na deprecjację waluty krajowej.

Spostrzeżenie to jest o tyle istotne, że rzutuje na kierunki wyznaczania alternatywnych rozwiązań we wspomnianych obszarach reformy msw.

---

[24] W. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*", BIS Working Paper, no. 310, 2010.

[25] *Ibidem.*

2.2. Techniki alokacji płynności walutowej w ramach polityki *crisis management* w latach 2007–2009 i ich znaczenie

W odpowiedzi na problemy z płynnością walutową, po upadku Lehman Brothers (wrzesień 2008)[26], nastąpił wzrost nowych globalnych mechanizmów krótkookresowego dostarczania płynności dla państw i banków centralnych. Głównym celem tych mechanizmów było dostarczenie płynności walutowej w wyjątkowych sytuacjach dla krajów dotkniętych szokiem zewnętrznym. W szczytowym okresie kryzysu finansowego, mechanizmy te działały na zasadzie ułatwień multilateralnych, regionalnych oraz bilateralnych.

Nie ulega wątpliwości, że w trakcie kryzysu finansowego zastosowano szeroką gamę technik dostarczania *liquidity assistance*. Sięgnięto do dobrze znanych, opartych na współpracy banków centralnych (porozumienia swapowe), lecz także zastosowano pewne innowacyjne instrumenty wsparcia (CMIM, FCL). Opieranie się na różnych źródłach alokacji płynności walutowej wynikało z ich ograniczonej substytucyjności.

W ramach technik regionalnych, w maju 2009 r. kraje ASEAN+3 dokonały multilateralizacji Inicjatywy Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative Multilateralisation* – CMIM). Ten nowy instrument wsparcia wielostronnego opiera się na poolingu rezerw o wartości 120 mld USD, w którym każdy kraj uczestniczący ma dostęp do określonego indywidualnie pułapu. Nadanie dotychczasowej formule współpracy (jaką była CMI) formy bardziej zinstytucjonalizowanej, o szybkim i efektywnym mechanizmie alokacji płynności dewizowej stanowi pozytywny przykład regionalnego zarządzania kryzysem finansowym i jest krokiem ku pełniejszej integracji walutowej w regionie.

W ramach technik multilateralnych MFW uruchomił Elastyczną Linię Kredytową (FCL – *Flexible Credit Line*) w marcu 2009 r. w celu szybkiego dostarczenia płynności gospodarkom o dobrej polityce gospodarczej i stabilnej gospodarce. Instrument ten cechuje brak uwarunkowania (*conditionality*), cechującego dotychczasowe instrumenty kredytowe MFW i duża elastyczność. Wprowadzenie mechanizmu FCL stanowi przełom w dotychczasowej polityce kredytowej MFW. Wyraża się to w tym, że dotychczasowa polityka *conditionality ex post* została zastąpiona *conditionality ex ante*, a więc dostęp do instrumentu został zapewniony dla krajów spełniających *ex ante* określone warunki. Podkreśla się, że taka zmiana powinna działać w kierunku usprawnienia wdrażania pomocy kredytowej. Wyznaczony z góry czas trwania linii FCL (6 lub 12 miesięcy) oraz niepewność odnośnie do ewentualnego przedłużania czasu trwania instrumentu redukuje *moral hazard*. Elastyczność instrumentu wyraża się w tym, że wpro-

[26] Który zachwiał wiarę, że rządy nie pozwolą upaść żadnej systemowo ważnej instytucji finansowej, co drastycznie zwiększyło percepcję ryzyka kredytowego wśród uczestników rynków finansowych.

wadzenie długiego okresu spłaty kredytu (do 5 lat) może pozwolić na wykorzystanie go do różnych problemów płatniczych kraju. Za czynnik zwiększający elastyczność należy uznać także indywidualnie dla każdego kredytobiorcy ustalany limit dostępu. Trzy kraje podpisały dostęp do instrumentu FCL (Polska, Meksyk i Kolumbia) na łączną kwotę 77 mld USD, jednak dotychczas żaden kraj z niego nie skorzystał. Dostęp do tego mechanizmu odgrywał jednak ważną rolę w przypadku krajów *emerging markets*, poprawiając ich wizerunek w oczach inwestorów zagranicznych, co z kolei przyczyniło się do zmniejszenia ryzyka ataków spekulacyjnych oraz obniżenia kosztów finansowania krajowych podmiotów gospodarczych.

Instrumenty bilateralne, poza porozumieniami swapowymi, odegrały znikomą rolę w trakcie ostatniego kryzysu. Na uwagę zasługuje dostarczenie przez bank centralny Danii, Norwegii i Szwecji płynności w euro bankowi centralnemu Islandii. Dokonano tego z własnych rezerw walutowych za pośrednictwem linii swapowej, bez wcześniejszego zobowiązania do udzielenia wsparcia płynnościowego.

Dodatkowym mechanizmem dostarczania płynności globalnemu systemowi finansowemu, mającym za zadanie uzupełnić rezerwy walutowe krajów członkowskich MFW i tym samym pomóc w zaspokojeniu długookresowego zapotrzebowania na globalne rezerwy, była alokacja SDR-ów na łączną kwotę 250 mld USD, dokonana w 2009 r. Alokacja ta stanowiła przykład pozarynkowego mechanizmu zwiększania płynności międzynarodowej, a tym samym zwiększania zasobu rezerw walutowych. Jednakże zakres wykorzystania tego mechanizmu był znikomy – tylko 2% alokowanych w 2009 r. SDR-ów zostało wymienione na waluty w trakcie kryzysu[27].

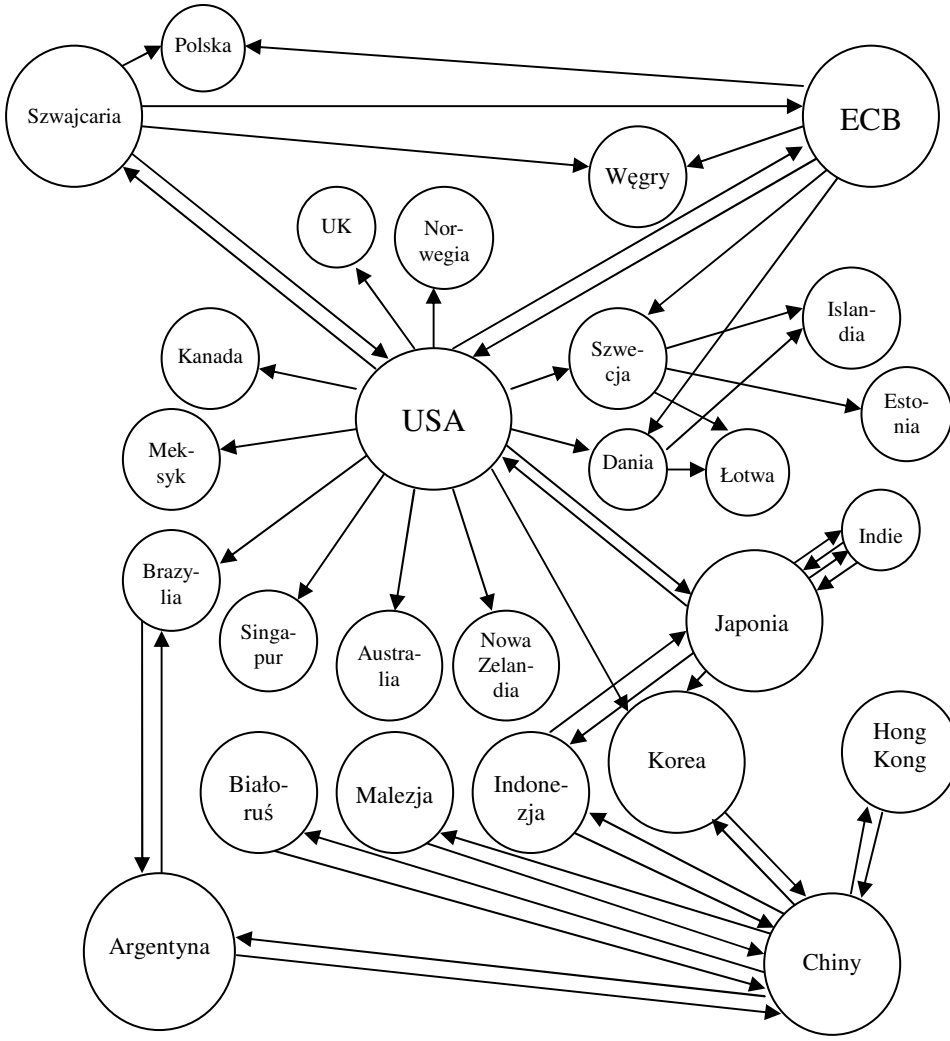
2.3. Rola porozumień swapowych w dystrybuowaniu płynności walutowej jako alternatywa dla przezornościowej akumulacji rezerw

W okresie kryzysu finansowego 2007–2009 porozumienia swapowe były aktywnie wykorzystywane w celu dystrybuowania płynności dewizowej (głównie dolarowej) do globalnego systemu finansowego poprzez krajowe banki centralne. Porozumienie swapowe można interpretować jako geograficzne rozszerzenie zakresu zasilania płynnościowego stosowanego wobec krajowego systemu bankowego w postaci operacji otwartego rynku, przy wykorzystaniu zagranicznych banków centralnych jako pośredników w alokacji płynności[28].

---

[27] *Global liquidity-concept, measurement and policy implications*, Committee on the Global Financial System, no. 45, BIS, November 2011.

[28] W. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation…*



Rysunek 7. Siatka porozumień swapowych

Źródło: W. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*, BIS Working Paper, no. 310/2010.

Głównym przeznaczeniem porozumień swapowych w czasie kryzysu było dostarczenie płynności walutowej poprzez bank centralny kraju odbiorcy płynności dla krajowego systemu bankowego. Szczególnie istotne to było dla banków komercyjnych, nie mających dostępu do oddziałów amerykańskich banków ani nie dysponujących wystarczającymi zabezpieczeniami, aby płynność dolarową móc uzyskać bezpośrednio z SRF.

Analizując skalę i zakres oddziaływania porozumień swapowych jako instrumentu alokacji płynności walutowej w okresie kryzysu 2007–2009, wyróżnia się cztery nakładające się wzajemnie siatki porozumień[29]:

1. Siatka Systemu Rezerwy Federalnej, ustanowiona w celu dostarczenia płynności dolarowej.
2. Siatka euro, w ramach której EBC dostarczał płynności w euro.
3. Siatka franka szwajcarskiego.
4. Siatka azjatycka i Ameryki Łacińskiej.

Ad. 1. System Rezerwy Federalnej jako pierwszy ustanowił siatkę porozumień swapowych w grudniu 2007 r.; ich rozmiar i liczba beneficjentów wzrastała w kolejnych trzech etapach rozbudowywania siatki swapowej (marzec 2008, maj 2008 oraz wrzesień/październik 2008). Wśród beneficjentów znalazły się 4 banki centralne krajów *emerging markets*. Spośród 15 krajów doświadczających największe problemy z płynnością dolarową, wszystkie oprócz Rosji, Turcji, Indii, Chile, Węgier i Islandii, były beneficjentami linii swapowych SRF[30]. Wśród beneficjentów linii swapowych uruchomionych przez FED znalazły się też kraje wykazujące nadpłynność dolarową (Szwajcaria, Japonia, Singapur, Meksyk i Dania).

Celem uruchamianych z zagranicznymi bankami centralnymi porozumień swapowych było umożliwienie dostępu do płynności dolarowej bankom spoza obszaru USA, a więc tym, które nie miały dostępu do innych ułatwień płynnościowych (*liquidity facilities*) realizowanych przez SRF. Nadrzędnym celem było zredukowanie ciśnienia na amerykańskim rynku funduszy dolarowych. Jednym z potencjalnych kanałów, którym problemy z płynnością dolarową zagranicznych banków mogłyby wpłynąć na amerykański rynek funduszy dolarowych, jest kanał rynku eurodolarowego. Doświadczenia wskazują, że stopy procentowe rynku eurodolarowego mogą mieć wpływ na krótkoterminowe stopy procentowe w USA.

Również SRF stał się w kwietniu 2009 r. beneficjentem linii swapowej, traktując je jako bufor bezpieczeństwa i *de facto* nigdy nie wykorzystując dostępu do podstawionej do dyspozycji płynności walutowej (były to linie z EBC, bankiem centralnym Szwajcarii, Wielkiej Brytanii oraz Japonii). Wszystkie opisane powyżej linie swapowe wygasły 01.02.2010 r.[31]

Ad. 2. EBC ustanowił linie swapowe z bankami centralnymi Danii, Węgier, Polski i Szwecji w celu uzyskania przez banki komercyjne tych krajów dostępu do płynności w euro. Na Węgrzech i w Polsce banki komercyjne udzielały

[29] *Ibidem.*

[30] W przypadku tych krajów Rosja miała dostęp do płynności dzięki rezerwom walutowym, Indie otrzymały dolarową linię swapową od Banku Japonii, zaś Węgry i Islandia wykorzystały linię kredytową MFW w postaci *stand-by arrangements.*

[31] Komunikat prasowy FOMC z 27.01.2010. Por. www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm.

masowo kredytów hipotecznych w euro, finansując się na rynkach hurtowych, które stawały się coraz mniej płynne wraz z intensyfikacją kryzysu kredytowego. Oprócz Norwegii (posiadającej wysoki poziom rezerw walutowych) oraz Rumunii (która otrzymała wsparcie kredytowe od MFW w ramach *stand-by arrangement*) wszystkie kraje odczuwające w największym stopniu niewystarczającą płynność w euro otrzymały od EBC wsparcie płynnościowe (spośród krajów o mniejszym niedostatku płynności, które nie otrzymały takiego wsparcia EBC, należy wymienić Czechy, Litwę, Bułgarię i Turcję).

Ad. 3. Spośród czterech krajów odczuwających największy brak płynności we frankach szwajcarskich trzy otrzymały linie swapowe (Polska, Węgry oraz EBC), wsparcia takiego nie uzyskała jedynie Wielka Brytania. Zabezpieczeniem w przypadku Polski i Węgier było euro, a nie waluty krajowe. Głównym celem uruchamiania linii swapowych przez SNB (Narodowy Bank Szwajcarii) było zaspokojenie popytu na franki w bankach komercyjnych krajów beneficjentów. Nie można nie zauważyć jednak, że porozumienia swapowe miały także na celu:

– pomoc w osiągnięciu celu polityki pieniężnej SNB (poprzez złagodzenie nacisku na brak płynności we frankach, który rodził presję na wzrost stopy LIBOR, miały pomóc w sprowadzeniu stopy LIBOR do ustanawianego przez SNB zakresu, tzw. *target range*),

– przeciwdziałanie aprecjacji franka szwajcarskiego wobec euro.

Ad. 4. Siatka wzajemnych porozumień swapowych istnieje w krajach azjatyckich w ramach Chiang Mai Initiative od 2000 r. Została ona ustanowiona po kryzysie azjatyckim 1997–1998 w celu zapewnienia wzajemnej pomocy finansowej na wypadek przyszłych kryzysów. W odróżnieniu od pozostałych porozumień swapowych (punkt 1–3) jest przykładem współpracy regionalnej i elementem szerszego programu integracji gospodarczo-monetarnej w regionie. Inną cechą wyróżniającą funkcjonowanie porozumień swapowych w Azji jest ich konserwatywny charakter (tylko 20% kwoty może być alokowane bez uruchamiania polityki *conditionality* w ramach MFW.) W okresie kryzysu finansowego 2007–2009 nie wykorzystywano tego mechanizmu. Jednak porozumienia swapowe w ramach Chiang Mai Inititive nie wygasły wraz z wychodzeniem gospodarki globalnej z kryzysu, ich długookresowa natura jest czymś, co wyróżnia siatkę azjatycką od pozostałych porozumień swapowych.

W trakcie kryzysu kredytowego, Bank Japonii ustanowił porozumienia swapowe z USA i Koreą (które były w grupie sześciu krajów odczuwających największy brak płynności w jenach). Ponadto, Bank Japonii, działając jako agent ministra finansów, ustanowił dolarową linię swapową z Indiami.

Innym bankiem centralnym aktywnym w uruchamianiu linii swapowych był Bank Chin. Wydaje się, że przyświecały temu dwa niezależne cele:

– pomoc w rozładowaniu napięć na rynkach finansowych,

– promowanie bilateralnego handlu i inwestycji w walutach krajów odbiorców wsparcia, z długookresowym celem w postaci zastosowania tych walut

w funkcji fakturowania handlu i inwestycyjnej. Wyrazem tego było zastosowanie 3-letniego okresu funkcjonowania linii swapowej, a więc znacznie dłuższego niż w przypadku banków centralnych stawiających do dyspozycji własną walutę dla celów rozładowania napięcia na rynkach finansowych.

W szczytowym okresie swojego funkcjonowania w porozumienia swapowe były zaangażowane 24 kraje. Waga ekonomiczna krajów dostarczycieli płynności (*swap provider*) i odbiorców (*swap receiver*) wynosiła 85% światowego PKB. Łącznie, największymi dostarczycielami płynności w ramach tego mechanizmu były:

- SRF (zawarł 14 linii na łączną wartość 755 mld USD),
- PBC (Narodowy Bank Chin – 6 linii na wartość 650 mld yuan),
- EBC (4 linie na wartość 31 mld euro).

Tabela 39. Porozumienia swapowe zawarte przez SRF z innymi bankami centralnymi (w mld USD)

Instytucja – bank centralny (*swap receiver*)	Kwota podstawiona do dyspozycji	Saldo należne (stan na 31.12.2008)
Kanady[a]	2	0
Meksyku[a]	3	0
EBC	Nielimitowana	291,4
Szwajcarii	Nielimitowana	25,2
Japonii	Nielimitowana	122,7
Kanady	30	0
Anglii	Nielimitowana	33,1
Danii	15	15
Szwecji	30	25
Norwegii	15	8,2
Nowej Zelandii	15	0
Korei Płd	30	10,4
Brazylii	30	0
Meksyku	30	0
Singapuru	30	0
Australii	30	22,8
Łącznie	Nielimitowany	553,7

[a] Nieograniczony czas trwania porozumienia swapowego.

Źródło: P. Stella, *The Federal Reserve System Balance Sheet: what happened and why it matters*, IMF Working Paper WP/09/120.

W październiku 2008 r. porozumienia swapowe między FED oraz bankami centralnymi Wielkiej Brytanii, Szwajcarii oraz EBC stały się nielimitowane, co oznaczało możliwość zaspokojenia każdego popytu na płynność dolarową. Należy podkreślić fakt, że nielimitowany zakres wsparcia płynnościowego obejmował tylko kraje rozwinięte, żaden z krajów *emerging markets* nie otrzymał tak atrakcyjnej oferty zasilania dolarowego.

Patrząc na rolę porozumień swapowych ze strony dostawcy tej formy płynności, należy zwrócić uwagę, że w szczytowym okresie ich funkcjonowania (grudzień 2008), z saldem należności sięgającym 580 mld USD, stanowiły 25% całkowitych aktywów SRF[32]. Udział linii swapowych w bilansie SRF ukazuje, dlaczego uważa się, że SRF w czasie kryzysu finansowego zadziałał jako międzynarodowy pożyczkodawca ostatniej instancji, znacznie sprawniej i na większą skalę wypełniając tę funkcję niż MFW. P. Gourinchas i inni nazwał rolę USA w zarządzaniu kryzysem płynnościowym wypełnianiem „nadzwyczajnego obowiązku" („*exorbitant duty*"), wynikającego z emitowania głównej waluty międzynarodowej[33]. EBC nie odegrał tak istotnej roli jako dostawca płynności międzynarodowej, szczególnie w pierwszej fazie kryzysu.

2.3.1. Warunki zastosowania linii swapowych – spojrzenie od strony dostawcy płynności (*swap-provider*)

Analiza zawartych porozumień swapowych wskazuje na swobodę wyboru przez bank centralny uruchamiający linię (*swap-provider*) beneficjenta mechanizmu.

Należy podkreślić, że mimo iż bank centralny dostarczający płynność nie ponosi ryzyka kredytowego (*credit risk*) związanego z pożyczaniem środków systemowi bankowemu (ryzyko to zostaje przeniesione na zagraniczny bank centralny), pozostaje ryzyko kredytowe kraju (*sovereign credit risk*) związane z pożyczaniem środków zagranicznemu bankowi centralnemu. Ryzyko obniżenia wartości zabezpieczenia wynika z faktu, że zabezpieczeniem kredytu dewizowego jest depozyt, złożony (najczęściej) w walucie krajowej banku centralnego beneficjenta. Ryzyko deprecjacji waluty banku centralnego beneficjenta powoduje, że nawet jeśli kwota zabezpieczenia była na tyle wysoka, że uwzględniała deprecjację kursu waluty, bank centralny *swap-provider* może mieć trudności ze sprzedaniem dużej kwoty waluty w krótkim czasie, na niepłynnym rynku. Tłumaczy to, dlaczego niektóre banki centralne udzielając linie swapowe krajom *emerging markets*, stosowały zabezpieczenie w innej walucie aniżeli waluta kraju odbiorcy płynności. Inną metodą zabezpieczania się przed *sovereign credit risk* jest przyjmowanie w depozyt nie waluty, lecz wysokiej jakości aktywów zabezpieczających (np. w ramach linii swapowych udzielonych przez EBC Węgrom i Polsce w depozyt przyjmowano wysokiej jakości aktywa denominowane w euro). W tym przypadku jednak nie jest już to porozumienie swapowe w swojej klasycznej postaci, operacja taka bardziej przyjmuje charakter operacji repo.

---

[32] M. Fleming, N. Klagge, *The Federal Reserve's…*

[33] P. Gourinchas i in., *Exorbitant privilege and exorbitant duty*, mimeo, University of California, 2010.

Należy także zauważyć, że w niektórych sytuacjach niemożność pozyskania płynności dewizowej nie ograniczała się do problemów sektora bankowego, lecz kraju jako całości, włączając sektor rządowy. Sytuacja taka, odzwierciedlająca wątpliwości co do stabilności krajowej polityki makroekonomicznej, powodowała niemożność pozyskania płynności walutowej na rynkach finansowych. Uruchomienie (lub rozszerzenie) linii swapowej dla takiego kraju często było uzależnione od uzyskania przez niego porozumienia finansowego z MFW, dotyczącego realizacji programu dostosowawczego. (Przykład Islandii – rozszerzanie linii swapowych nastąpiło po uzyskaniu przez kraj awaryjnego wsparcia finansowego ze strony MFW)[34].

Czynnikiem, który ogranicza zastosowanie linii swapowych jako mechanizmu alokacji płynności dewizowej, jest pokusa nadużycia (*moral hazard*). Jest to problem, który towarzyszy każdemu mechanizmowi zasilania płynnościowego opierającemu się na kredycie. Sposobem na ograniczanie *moral hazard* w przypadku linii swapowych ma być limitowanie dostarczanych środków, ścisłe określanie z góry czasu trwania mechanizmu oraz selekcja przy wyborze banków centralnych będących beneficjentami wsparcia.

Nie ulega wątpliwości, że dobór krajów będących odbiorcą wsparcia płynnościowego w ramach porozumień swapowych w dobie kryzysu finansowego, był selektywny. Podstawowymi kryteriami uruchomienia linii swapowych w okresie kryzysu były:

– istotny udział krajowych banków w systemie bankowym kraju będącego odbiorcom płynności (co tłumaczy np. uruchomienie linii FED z bankami centralnymi Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru),

– silne związki handlowe i finansowe z krajem-odbiorcą płynności (co tłumaczy np. zaangażowanie Chin w porozumienia swapowe z Argentyną czy Białorusią),

– stabilna gospodarka, o wysokim poziomie rezerw walutowych (czynnik odgrywający istotną rolę w przypadku krajów *emerging markets*).

Dodatkowo, gospodarki które są istotnymi międzynarodowymi centrami finansowymi, miały statystycznie większe prawdopodobieństwo otrzymania dolarowej linii swapowej, zarówno z Fed, jak i innych banków centralnych[35]. Jak wynika z materiałów publikowanych przez FOMC (Federal Open Market Committee) z SRF, uruchamianie linii swapowych następowało po zgłoszeniu takiego zapotrzebowania (*responding by request*). Można wnioskować, że były kraje, którym FED udzieliłby linii swapowej, ale nie dostał takiego zapytania.

Taka forma współpracy banków centralnych, jaką są porozumienia swapowe, wykracza poza ramy ściśle ekonomiczne i jest silnie upolityczniona. Na płaszczyznie politycznej opiera się nie tylko (czasem) kontrowersyjny wybór beneficjentów wsparcia płynnościowego, ale także krytyka ze strony polityki

[34] W. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation…*

[35] *Ibidem.*

i społeczeństwa w kraju udzielającym porozumienie swapowe, szczególnie w czasie kryzysu. Można tu wspomnieć o agresywnym odpytywaniu prezesa FED, B. Bernanke'a w Izbie Deputowanych: „dlaczego FED udzielił 550 mld USD pożyczki swapowej zagranicy, a nie Amerykanom"[36].

2.3.2. Dostęp do linii swapowej – spojrzenie od strony odbiorcy płynności (*swap-receiver*)

Analiza krajów, którym udostępniono linie swapowe, prowadzi do ciekawych konkluzji:

1. Stworzenie dostępu do tego mechanizmu zasilania walutowego nie przełożyło się na zakres jego wykorzystywania. Widać tu jednak istotną różnicę między krajami *emerging markets* a krajami rozwiniętymi. Znacznie większy zakres wykorzystania środków pochodzących z porozumień swapowych odnotowano w przypadku krajów rozwiniętych niż *emerging markets*. A więc, paradoksalnie, kraje, które chcą gwarantować sobie dostęp do porozumień swapowych, w czasie kryzysu mogą preferować powstrzymywanie się od ich wykorzystywania. Wynika to poniekąd z dostępności innych, alternatywnych źródeł płynności, głównie rezerw walutowych. Kraje *emerging markets*, w przypadku których widoczny był wysoki poziom zakumulowanych rezerw walutowych, często powstrzymywały się od wykorzystania płynności pochodzącej z porozumienia swapowego, traktując ją jako instrument *last resort*, a przynajmniej – jak to ujął J. Aizenman – *secondary resort*[37]. W przypadku krajów *emerging markets* wartość porozumień swapowych nie przekraczała 50% posiadanych rezerw, co obrazuje skalę przezornościowego akumulowania rezerw. W większości krajów *emerging markets* znaczenie linii swapowych było więc symboliczne zarówno pod względem ich wartości w odniesieniu do zakumulowanych rezerw walutowych, jak i ich wykorzystania[38].

Dla krajów rozwiniętych porozumienia swapowe stanowiły istotne źródło płynności dewizowej. W ich przypadku rozmiary linii swapowych przekraczały 50% posiadanych rezerw (wyjątek stanowiła Japonia), zaś w przypadku Wielkiej Brytanii, Australii czy EBC wartość porozumień swapowych przekraczała wartość zakumulowanych rezerw[39]. Także wykorzystanie płynności walutowej przez kraje rozwinięte było zdecydowanie bardziej odczuwalne. Większość międzynarodowej płynności dolarowej w Europie w okresie 2008–2009 była dystrybuowana poprzez europejskie banki centralne w drodze aukcji, co od-

[36] Za: *ibidem*. Należy przy tym pamiętać, że FED ma prawną moc (wynikającą z ustawy o Systemie Rezerwy Federalnej) zawierania porozumień swapowych z zagranicznymi bankami centralnymi.

[37] J. Aizenman, *International reserves and swap lines: substitutes or complements?*, NBER Working Paper, no. 15 804/2010.

[38] M. Obstfeld i in., *Financial instability…*

[39] *Ibidem*.

zwierciedla fakt, że problemy płynnościowe w czasie kryzysu finansowego były szczególnie odczuwalne wśród europejskich banków. W momencie, kiedy SRF wprowadził nielimitowany dostęp do linii swapowych dla EBC, Banku Anglii i NBS (październik 2008), udział płynności dolarowej alokowanej w ramach tych trzech odbiorców płynności wynosił 81% całkowitej płynności dolarowej dostarczanej przez SRF w ramach porozumień swapowych. (od grudnia 2008 r. pozostawał na poziomie 50–60% ogólnej kwoty płynności dolarowej dystrybuowanej globalnie przez SRF).

2. W przypadku kraju *emerging markets* o bardzo wysokim poziomie rezerw zapewnienie sobie dodatkowego źródła płynności walutowej poprzez porozumienie swapowe może być niezbędnym warunkiem przywrócenia zaufania rynków i uniknięcia skutków gwałtownego odpływu kapitału w postaci deprecjacji kursu. Znamienne są tu doświadczenia Korei. W momencie wybuchu kryzysu finansowego Korea była na 6. pozycji pod względem zakumulowanych rezerw (rezerwy wynosiły 270 mld USD, stanowiąc 30% PKB), wykazywała silne fundamenty makroekonomiczne (wzrost PKB, równowagę płatniczą i fiskalną) oraz mikroekonomiczne (stabilne bilanse instytucji finansowych i korporacji). Jednak wysoki stopień liberalizacji przepływów kapitałowych ułatwił masowe wycofywanie funduszy z krajowych rynków finansowych, prowadząc do deprecjacji wona koreańskiego. Bank centralny Korei uruchomił rezerwy walutowe (60 mld USD), próbując obronić walutę krajową, jednak nie przynosiło to sukcesu. Korea odzyskała stabilność na rynkach finansowych dopiero po uruchomieniu linii swapowej przez SRF na wartość 30 mld USD, dodatkowe porozumienia zawarła z Chinami i Japonią. Porozumienia te odegrały rolę uwiarygodniającą. Porozumienia swapowe w przypadku kraju *emerging market*, silnie włączonego w globalne przepływy kapitałowe należy postrzegać jako komplementarne – w stosunku do rezerw walutowych – źródło płynności walutowej; okazuje się, że nawet bardzo wysoki poziom rezerw walutowych może nie stanowić wystarczającej ochrony dla zaburzeń płynności międzynarodowej[40].

3. Stopień wykorzystania uruchomionych linii swapowych jest silnie skorelowany ze stopniem odgrywania przez dany kraj roli międzynarodowego centrum finansowego. Spośród krajów będących dużymi centrami finansowymi (*large international financial centres*), tylko USA i Japonia miały wystarczający poziom rezerw walutowych, żeby zapewnić systemowi bankowemu płynność bez uciekania się do linii swapowej. Spośród mniejszych centrów finansowych (*smaller financial centres*), tylko Norwegia miała wystarczający poziom rezerw, zaś kraje nie będące centrami finansowymi (*non-financial centres*), jak Węgry i Polska wykorzystały tylko niewielkie kwoty podstawionej do dyspozycji płynności. W ich przypadku znacznie porozumień polegało przede wszystkim na zasygnalizowaniu rynkom finansowym zdolności banku centralnego do przywrócenia stabilności rynkom finansowym.

[40] Szerzej na temat doświadczeń Korei: J. Aizenman, *International reserves…*

Tabela 40. Porozumienia swapowe uruchomione przez Rezerwę Federalną (w mld USD), EBC (w mld euro), NBCh (Narodowy Bank Chin, w mld yuan)

Kraj	FED (USD)	EBC (EURO)	PBC (CNY)
Argentyna			70
Australia	30		
Brazylia	30		
Białoruś			20
Kanada	30		
Dania	15	15	
EBC	240		
Hong Kong			200
Węgry		5	
Islandia		1,5	
Indonezja			100
Japonia	120		
Korea Płd	30		180
Meksyk	30		
Malezja			80
Norwegia	15		
Nowa Zelandia	15		
Polska		10	
Szwecja	30		
Singapur	30		
Szwajcaria	60		
Wielka Brytania	80		

Źródło: J. Aizenman i in., *International reserves and swap lines: substitutes or complements?*, NBER Working Paper, no. 15 804, March 2010.

Zróżnicowany zakres wykorzystywania linii swapowych podkreśla tezę o ich komplementarności, a nie substytucyjności względem innych mechanizmów alokowania płynności. Przykład Korei pokazuje zatem, że nawet kraj o bardzo wysokim poziomie rezerw walutowych może nie odnieść sukcesu w stabilizowaniu kursu walutowego, jeśli zachwiane będzie zaufanie rynków. Ostateczny sukces w przywróceniu stabilności finansowej Korei przyniosło zewnętrzne źródło dostarczające płynność (*external liquidity provision technique*), mianowicie zawarte porozumienia swapowe. Oczywiście, porozumienia swapowe byłyby mniej efektywne w sytuacji braku silnych fundamentów gospodarczych, w tym odpowiednio wysokiego poziomu rezerw[41].

[41] J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park, *International reserves and swap lines: substitutes or complements?*, NBER Working Paper, no. 15 804, March 2010.

2.4. Perspektywy dekumulacji rezerw w kontekście dostępności alternatywnych technik alokacji płynności

Globalny kryzys finansowy 2007–2009 zweryfikował rolę płynności oficjalnej – unaocznił potrzebę zwiększania podaży walut w sytuacji zaburzeń płynnościowych w systemie bankowym. Sprawne wdrażanie alternatywnych – w stosunku do rezerw walutowych – mechanizmów alokowania płynności dewizowej może stać się początkiem postulowanego zarówno przez ekonomistów, jak i decydentów politycznych (MFW, G20) spadku popytu na rezerwy walutowe.

Perspektywa przyjęcia strategii dekumulacji rezerw uzależniona jest jednak od motywu akumulacji rezerw. Dominuje pogląd, że kraje, które akumulują rezerwy z motywu przezornościowego, bardziej będą skłonne do porzucenia takiej strategii, o ile zostaną wypracowane efektywne, alternatywne mechanizmy dostarczania płynności. Dodatkowo, w przypadku tych krajów, wraz z osiągnięciem wysokiego stopnia zabezpieczenia w postaci rezerw, z upływem czasu powinna maleć awersja do ryzyka. Akumulacja rezerw, wynikająca z motywu merkantylistycznego jest bardziej trwała, głównie ze względu na niechęć tych krajów do aprecjacji kursu walutowego. Porzucenie takiej strategii wymaga reform gospodarczych i przeobrażeń strukturalnych w kraju. W przypadku gospodarek wschodzących Azji (głównie Chin) wymaga zwiększenia efektywności krajowego systemu finansowego, prowadzenia polityki zwiększania popytu wewnętrznego, a dodatkowo za trwałością realizowanej proeksportowej strategii przemawia czynnik demograficzny.

Jak wspomniano, kryzys finansowy stał się dobrą okazją do wypracowania alternatywnych technik alokacji płynności międzynarodowej. Pozytywne doświadczenia współpracy banków centralnych z wykorzystywaniem porozumień swapowych jako walutowego wsparcia płynnościowego powinny zostać przekształcone w bardziej trwały i przewidywalny mechanizm alokacji płynności. Przedsięwzięcia takie powinny być podejmowane równolegle do działań regulacyjnych zmierzających do ograniczenia ryzyka płynności w walutach obcych w systemie bankowym.

Problem z oceną roli porozumień swapowych dla dekumulacji rezerw wynika z ich nie do końca substytucyjnej natury. Teoretycznie, ponieważ porozumienia swapowe dostarczają płynności międzynarodowej w czasie kryzysu, a więc służą temu samemu celowi co rezerwy walutowe, banki centralne mogą dążyć do obniżania poziomu rezerw akumulowanych z powodu „ubezpieczania się". W tym wyraża się ich potencjalna substytucyjność. Z drugiej strony, tylko kraje z odpowiednio wysokim poziomem rezerw mogą zagwarantować sobie dostęp do porozumień swapowych, a to może z kolei być bodźcem do realizowania polityki akumulowania rezerw i stanowić o „jedynie komplementarnej" naturze porozumień swapowych. Są one bowiem zobowiązaniem do dostarcze-

nia płynności w razie potrzeby, które nie będzie wiarygodne w sytuacji braku rezerw walutowych. Tak więc wysoki poziom rezerw i linii swapowych może wspólnie przyczynić się do przywrócenia zaufania rynków finansowych co do płynności i wypłacalności kraju[42]. Ograniczenie substytucyjności obu instrumentów dostarczania płynności wynika z faktu, że ocena poziomu rezerw przez rynki finansowe jest determinowana wiarygodnością banku centralnego utrzymującego rezerwy, podczas gdy w przypadku porozumień swapowych jest to wiarygodność banku centralnego – dostarczyciela płynności (*swap provider*). Dodatkowo selektywność porozumień swapowych – bank centralny dostarczający płynność uruchamia linie swapowe z wybranymi krajami, według własnych kryteriów – już na wstępie ogranicza ich realną substytucyjność.

Porozumienia swapowe w okresie kryzysu działały sprawnie, z uwagi na ich elastyczność, wysoką kwotę alokowanej płynności, zdolność do minimalizowania *moral hazard* (ze względu na fakt, że były zawierane z bankami centralnymi, a nie bezpośrednio z instytucjami finansowymi. Ponadto, krajowy bank centralny był odpowiedzialny za dystrybucję płynności do systemu bankowego, więc bank centralny zagraniczny dostarczający płynność – *swap provider* – miał zminimalizowane ryzyko kredytowe)[43].

Wskazuje się, że porozumienia swapowe były w okresie kryzysu finansowego atrakcyjnym instrumentem „zbiorowego ubezpieczania" („*collective insurance*"), jednak nie zahamowały polityki akumulacyjnej z uwagi na to, że:

– są porozumieniami *ad hoc*;

– istnieje niepewność co do ich ewentualnego przedłużania, są ograniczone w czasie;

– są selektywne, co powoduje, że nie wszystkie kraje mogą mieć do nich dostęp. Ze względu na to nie są one w stanie w pełni zastąpić innych form zabezpieczania dostępu do waluty zagranicznej. Duża część krajów rozwijających się nie może korzystać z dostępu do linii swapowych. Dlatego też uważa się, że regionalne porozumienia swapowe (na wzór CMI) mogą być bardziej substytucyjne w stosunku do akumulacji rezerw niż porozumienia swapowe *ad hoc*, gdyż mogą wyeliminować syndrom *keepeing with the Joneses*, a więc doprowadzić do dekumulacji rezerw w całym regionie. W dobie silnej koncentracji regionalnej w akumulacji rezerw, regionalne mechanizmy dostarczania płynności (na zasadach bilateralnych lub multilateralnych) są najbardziej optymalnym bodźcem do wdrażania polityki dekumulacji.

Problem z wykorzystaniem bilateralnych linii swapowych jako techniki dostarczania płynności walutowej wynika z faktu, że:

– dostawcy płynności zawsze będą chcieli mieć wpływ na wybór odbiorców płynności. Powoduje to, że dyskrecjonalność instrumentu jest konieczna,

[42] *Ibidem.*

[43] S. Cecchetti, *Alternatives to self-insurance*, 12.05.2010, www.bis.org.

– potencjalna liczba odbiorców płynności może w warunkach kryzysu systemowego być bardzo duża, co powoduje, że zarządzanie wsparciem w sposób zdecentralizowany może być bardzo trudne,

– chęć banków centralnych do rozszerzania wsparcia pozostaje niepewna.

O ile nie można postawić tezy o istotnym wpływie porozumień swapowych na dekumulację rezerw walutowych, o tyle ich oddziaływanie na politykę akumulacyjną wyraził się w tym, że mogą – poprzez denominowanie linii swapowych w walutach niedolarowych – przyspieszyć dywersyfikację portfela rezerw. Jak wspomniano, linie swapowe denominowane były w USD, EUR oraz yuanie. Bank centralny Chin podpisał porozumienia swapowe z Koreą, Hong Kongiem, Malezją, Białorusią, Indonezją, Argentyną – denominowanie porozumień swapowych w yuanie miało na celu substytuowanie USD w funkcji waluty fakturowania w handlu między tymi krajami a Chinami. Rosnąca popularność tych porozumień denominowanych w yuanie odzwierciedla pozycję Chin jako globalnej potęgi handlowej i może stanowić początek wyłaniania się yuana jako nowej waluty rezerwowej.

Istnieje consensus, że aby zwiększyć substytucyjność linii swapowych w stosunku do akumulowanych rezerw, przyczynić się do obniżenia przezornościowego popytu na rezerwy, niezbędne jest sformalizowanie i zinstytucjonalizowanie linii swapowych tak, aby przekształcić je z mechanizmów antykryzysowych o charakterze *ad hoc* w mechanizmy długookresowego, regularnego wsparcia płynnościowego, którego zasady znane byłyby *ex ante*. Problem polega jednak na tym, że czynnikiem, który powoduje, że linie swapowe muszą być poddane pewnej selektywności, pewnemu uwarunkowaniu, jest ekspozycja na ryzyko finansowe i polityczne banku centralnego – dostawcy płynności. Ponadto, skoro *constructive ambiguity*[44] stanowi cechę funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie krajowym, nie ma powodu, by uznawać, że zasada taka nie powinna obowiązywać na płaszczyźnie ponadnarodowej.

Głębszej analizie w literaturze próbuje się poddać wpływ porozumień swapowych na strategie akumulacyjne banków centralnych. Wpływ ten wydaje się złożony. Niektóre spośród krajów, które doświadczyły problemów z płynnością dewizową, realizują politykę *self-insurance* poprzez akumulację rezerw walutowych. Na przykład, dolarowa wartość rezerw walutowych wzrosła o 85% w Danii, o 60% w Szwecji, o 41% na Węgrzech czy o 29% w Brazylii od początku 2009 do kwietnia 2010 r.[45] Kraje azjatyckie i *emerging markets*, po wyraźnym spadku poziomu rezerw z okresu 2008–2009 ponownie doświadczają

[44] Doktryna ta polega na ograniczaniu do minimum przez bank centralny informacji dotyczących zasad i procedur udzielania Awaryjnego Wsparcia Płynnościowego (*Emergency Liquidity Assistance*). Brak polityki informacyjnej dotyczącej metod zarządzania kryzysem systemowym ma służyć ograniczaniu zjawiska pokusy nadużycia i zwiększeniu dyscypliny rynkowej podmiotów.

[45] W. Allen, R. Moessner, *Options for meeting the demand for international liquidity during financial crisis*, „BIS Quarterly Review", September 2010.

trendu rosnącego. Oczywiście, nie można trendu rosnącego akumulowanych rezerw tłumaczyć tylko motywem *self-insurance*. Dalszy wzrost rezerw w Chinach, przekraczający wszelkie miary optymalnego poziomu, należy tłumaczyć kontynuacją merkantylistycznej strategii rozwoju. Zaś olbrzymi wzrost rezerw w banku centralnym Szwajcarii (SNB) w okresie 2009–2010 (o 234%) był wynikiem interwencji walutowych SNB, których celem było zahamowanie dalszej aprecjacji franka szwajcarskiego wobec euro. Ponieważ SNB dostarczał systemowi bankowemu w okresie kryzysu płynność dewizową w oparciu o linie swapowe uruchamiane przez SRF, zakumulowane w ostatnim czasie rezerwy walutowe mogą być postrzegane jako cenne źródło tejże płynności na wypadek przyszłych zakłóceń[46]. Nie wszystkie jednak kraje, które wykorzystywały linie swapowe w trakcie kryzysu zwiększają obecnie rezerwy – wymienić tu można Australię, UGiW, Wielką Brytanię. Są to kraje, które nie muszą się obawiać o negatywną selekcję w trakcie uruchamiania pomocy płynnościowej. Fakt, że kraje rozwinięte mają większe możliwości substytuowania rezerw walutowych poprzez inne mechanizmy zwiększające płynność oficjalną (większe możliwości wykorzystywania tzw. płynności warunkowej) w stosunku do krajów *emerging markets*, powoduje, że dyskusja nad instrumentami *liquidity assistance* ma kluczowe znaczenie dla tej drugiej grupy krajów.

Zatem z punktu widzenia krajów *emerging markets* niepewność co do ewentualnej przyszłej polityki globalnego zarządzania kryzysem płynnościowym stanowi bodziec do dalszego jednostronnego ubezpieczania się. Jeśli stosowane na płaszczyźnie multilateralnej i bilateralnej techniki nie przekonają o wystarczającym poziomie *liquidity assistance*, kraje będą dążyły do jednostronnego zapewnienia sobie takiej ochrony w drodze akumulacji rezerw walutowych.

Kryzys finansowy z lat 2008–2009 wykazał ciekawe zjawiska w zakresie polityki akumulacyjnej i wykorzystania rezerw walutowych. Okazało się, że tylko w przypadku połowy z krajów *emerging markets* nastąpił spadek poziomu zakumulowanych rezerw walutowych w wyniku zastosowania ich jako elementu mechanizmu dostosowawczego (do celów stabilizacji kursowej). Próbując odpowiedzieć na pytanie, które kraje uruchomiły rezerwy w ramach procesu dostosowawczego, J. Aizenman dokonał porównania popytu na rezerwy sprzed kryzysu w obu grupach krajów. Doszedł do ciekawej konkluzji: w grupie krajów, które uruchomiły rezerwy w trakcie kryzysu, kluczowym czynnikiem określającym wskaźnik poziomu rezerw do PKB w okresie akumulacji był czynnik handlowy (otwartość handlu, wskaźnik eksportu towarów podstawowych, szczególnie eksportu ropy naftowej). Zatem kraje, które internacjonalizowały swoją wysoką ekspozycję na szoki handlowe poprzez akumulację rezerw walutowych w okresie przedkryzysowym, użyły swoich rezerw jako buforu

[46] *Ibidem.*

zabezpieczającego w pierwszej fazie kryzysu. Kraje te po okresie gwałtownego spadku rezerw, po 7 miesiącach osiągnęły malejącą stopę spadku rezerw, łącznie tracąc nie więcej niż 1/3 swoich rezerw. Z kolei w grupie krajów, które nie wykorzystały rezerw jako mechanizmu dostosowawczego, wyraźna była rola czynników finansowych jako determinant poziomu rezerw w stosunku do PKB. Dla krajów tych „lęk przed utratą rezerw" (*fear of losing international reserves*) był większy w czasie kryzysu niż „lęk przez zmiennością kursu" (*fear of floating*)[47]. Przykładem krajów doświadczających *fear of losing international reserves* były Korea i Rosja, które początkowo próbowały powstrzymać trend spadkowy kursu walutowego wykorzystując część zasobu rezerw (25–40%), lecz szybko zaniechały interwencji, zezwalając walutom na deprecjację. Wśród przyczyn *fear of losing reserves* wymienia się obawę krajów, że interwencja może zostać odebrana przez rynki finansowe jako negatywny sygnał świadczący o nienajlepszej kondycji sektora finansowego, głównie bankowego. *Fear of losing reserves* powstrzymuje kraje przed wykorzystaniem rezerw, ogranicza efektywność polityki akumulacji i świadczy o potrzebie tworzenia alternatywnych buforów płynnościowych, na poziomie regionalnym i międzynarodowym.

Postawioną przez Aizenmana i innych tezę o *fear of losing reserves* jako polityce stosowanej przez kraje w dobie kryzysu potwierdzają badania Y. Cheunga i innych w odniesieniu do krajów LATAM. Tylko w 5 spośród badanych 10 banków centralnych krajów LATAM doświadczyło spadku rezerw w stosunku do PKB w okresie 2007–2008. Od 2009 r. większość z tych krajów doświadczała wzrostu rezerw w stosunku do PKB[48].

Tak więc, po częściowym spadku rezerw utrzymywanych przez kraje *emerging markets* w okresie 2008–2009, co wynikało z ich wykorzystania w procesie stabilizowania rynków walutowych i pieniężnych, od 2010 r. obserwuje się ponowny wzrost popytu na rezerwy. Tłumaczyć to należy:

– dalszą niepewnością tych krajów co do możliwości polegania na alternatywnych mechanizmach alokowania płynności dewizowej, wdrażanych na zasadach bilateralnych (jak np. linie swapowe) lub multilateralnych (jak np. pooling rezerw, mechanizmy kredytowe MFW);

– świadomością, że wysokość rezerw walutowych może być czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo uzyskania płynności walutowej od zagranicznego banku centralnego;

– ograniczonym dostępem krajów *emerging markets* do alternatywnych źródeł płynności. Dla przykładu, tylko cztery z nich stały się beneficjentami linii

[47] J. Aizenman, Y. Sun, *The financial crisis and sizable international reserves depletion: from 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves?*, NBER Working Paper, no. 15 308, 2009.

[48] Y. Cheung, R. Sengupta, *Accumulation of reserves and Keeping up with the Joneses: the case of LATAM economies*, HKIMR Working Paper, no. 21/2010.

swapowych, w ramach których System Rezerwy Federalnej dystrybuował płynność dolarową do zagranicznych systemów bankowych;

– faktem ograniczonego w czasie trwania porozumień swapowych (większość wygasła 01.01.2010), co nie wpływa pozytywnie na przyjęcie strategii dekumulacji rezerw walutowych. Dopiero nadanie porozumieniu formy bardziej zinstytucjonalizowanej i długotrwałej może przekonać kraje o możliwości opierania się na tej formie *liquidity assistance* w czasie napięć na rynkach finansowych i trwale wpłynąć na przyjęcie strategii dekumulacji.

Doświadczenia kryzysu finansowego nie przełożyły się zatem bezpośrednio na porzucenie polityki akumulacji rezerw walutowych krajów *emerging markets*. Paradoksalnie, jak zauważa O. Blanchard i inni, kryzys finansowy i globalna niestabilność finansowa – w czasie których rezerwy walutowe odegrały istotną rolę w przypadku niektórych krajów, mogą być odczytane przez wiele krajów jako zachęta do dalszej polityki akumulacji rezerw[49].

Dla trwałości polityki dekumulacji niezbędne są inne, alternatywne rozwiązania: regionalne poolingi rezerw, wzmocnienie roli MFW w funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji czy też prowadzenie polityki kontroli przepływów kapitałowych przez kraje *emerging markets*.

Problemy związane ze stosowanymi obecnie technikami *liquidity assistance* prowadzą do poszukiwania alternatywnych rozwiązań. W ramach prac grupy G20 rozważa się stworzenie nowego systemu tymczasowego wsparcia płynnościowego, tzw. *FX liquidity insurance mechanism* (FLI), który stanowiłby czasowy kredyt/gwarancję kredytu dla stabilnych krajów/lub instytucji finansowych w stabilnych krajach. Rola MFW, jako centralnego punktu msw, byłaby zachowana (choć zakres funkcji pozostaje niedoprecyzowany), jednak indywidualne rządy i banki centralne stanowiłyby główne źródło finansowania FLI. Trudność w określeniu właściwej formuły funkcjonowania FLI polega na znalezieniu równowagi między *conditionality* a *moral hazard*. Alternatywnym rozwiązaniem mogłoby być multilateralne pożyczanie porozumieniom regionalnym, a więc wspieranie przez MFW regionalnych porozumień[50].

Jak podkreśla E. Dorrucci i inni, wątpliwe jest, czy globalna siatka bezpieczeństwa finansowego (*Global Financial Safety Net* – GFSN) przełoży się na spadek przezornościowego popytu na rezerwy, szczególnie w krótkim i średnim okresie. Kluczowego znaczenia nabiera tu wzrost wiarygodności GFSN. Możliwe to byłoby poprzez większe zaangażowanie krajów *emerging markets* i rozwijających się w procedury decyzyjne MFW.

---

[49] O. Blanchard, G. Milesi-Ferretti, *Global imbalances: in midstream?*, IMF Staff Position Note, SPN/09/29, 2009.

[50] Za: *Future development of global imbalances*, Directorate General for Internal Policies, Economic and Monetary Affairs, 15.03.2010.

Jednakże koncentracja na budowaniu GFSN nie może być jedynym instrumentem obniżania przezornościowego popytu na rezerwy. Istotną rolę powinno odegrać zarządzanie zmiennymi przepływami kapitałowymi. Mogłoby to pomóc minimalizować ryzyka wynikające zarówno z nagłego odpływu, jak i napływu kapitału.

Zarządzanie zmiennymi przepływami kapitałowymi powinno w pierwszej kolejności uwzględnić uwarunkowania dla polityki makroekonomicznej (czy istnieją warunki dla rozluźniania polityki pieniężnej, aprecjacji kursu walutowego, sterylizowania napływu kapitału). Dopiero w sytuacji trudności z realizacją polityki makroekonomicznej powinno zostać rozważone czasowe wprowadzenie kontroli przepływów kapitału. Wynika to z faktu, że efektywność takich kontroli jest ograniczona. W szczególności, efektywność kontroli przepływów kapitału:

– spada wraz ze wzrostem zakresu liberalizacji rachunku finansowego,

– stosowana na szeroka skalę tworzy negatywne globalne *externalities*, w postaci niedopasowań kursowych, pogłębienia nierównowag globalnych, zahamowania integracji finansowej, oraz spadku globalnej produkcji i dobrobytu.

Prowadzenie polityki kontroli przepływów kapitałowych przez kraje emerging markets jest coraz częściej postrzegane jako czynnik wpływający na dekumulację rezerw. Wpływ tego czynnika na dekumulację rezerw może wynikać z tego, że kontrolowana integracja finansowa, poprzez nałożenie pewnych restrykcji na przepływy kapitałowe, może ograniczyć niestabilność finansową, co z kolei może ograniczyć potrzebę przezornościowego akumulowania rezerw. Formą restrykcji może być, jak proponuje J. Aizenman, wprowadzenie pigowiańskiego systemu podatkowego, w którym napływy kapitału portfelowego i zewnętrzne zadłużenie powyżej pewnych progów byłoby poddane progresywnemu opodatkowaniu, odzwierciedlającemu wyższą ekspozycję banku centralnego na ryzyko w związku z przyszłymi potencjalnymi zaburzeniami płynnościowymi w systemie bankowym[51].

Metodą na obniżenie popytu na rezerwy wynikającego z motywu merkantylistycznego jest ograniczenie niedoszacowania kursu walutowego, albo poprzez wielostronny nadzór (*multilateral surveillance*), albo dzięki mechanizmom instytucjonalnym. Nadzór wielostronny nad niedopasowaniami kursowymi wydaje się naturalnym kierunkiem działań. Jednak, z uwagi na porażkę wdrożenia w 2007 r. rewizji decyzji z 1977 r. odnośnie do nadzoru nad kursami walutowymi, jest to zadanie bardzo trudne. Doświadczenia z dotychczasowymi mechanizmami instytucjonalnymi ograniczania niedopasowania kursowego (próby stworzenia *target zones* w latach 80. i 90.) nie są zachęcające. Współcześnie, kiedy większość krajów przyjęła wewnętrznie zorientowane strategie polityki pieniężnej (*direct inflation targeting*), próby stworzenia multilateral-

[51] J. Aizenman i in., *International reserves…*

nych mechanizmów instytucjonalnych wydają się jeszcze bardziej nierealne. Przykładem takiej propozycji jest koncepcja M. Goldsteina – stworzenia mechanizmów ograniczania nierównowag CA (szerzej pkt 7.1).

Niezależnie od działań podejmowanych na poziomie globalnym, jednostronnymi metodami obniżenia popytu na rezerwy ze strony krajów *emerging markets* powinny być:

1) środki strukturalne i makroekonomiczne zmierzające do zwiększenia popytu wewnętrznego;

2) reformy systemu finansowego (zarówno na poziomie krajowym, jak i regionalnym), w tym rozwój rynku obligacji;

3) stopniowe uelastycznianie reżimu kursowego, połączone z reformami rynku pieniężnego i możliwie, liberalizacją rachunku finansowego.

K. Bernard[52] dodatkowo zwraca uwagę na rolę obniżania krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego jako metody obniżenia popytu na rezerwy. Rekomendacja ta pokrywa się z koncepcją społecznego kosztu akumulacji rezerw D. Rodrika. Wynika z tego przesłanka, aby optymalna polityka płynnościowa krajów *emerging markets* była wynikiem akumulacji rezerw walutowych oraz redukcji krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego[53].

Jako przykład krajów, które zastosowały w ostatnich latach strategię obniżania zakumulowanych rezerw walutowych, wymienia się Meksyk i Chile. Ograniczanie wzrostu zakumulowanych rezerw sugeruje, że koszt utrzymywania dodatkowych rezerw przewyższa korzyści. Dla przykładu, Meksyk wprowadził politykę ograniczania wzrostu akumulacji rezerw poprzez sprzedaż dewiz zgodnie z określoną formułą[54].

3. Alternatywne rozwiązania dotyczące podaży waluty rezerwowej

Analizując pojawiające się w literaturze koncepcje zmodyfikowania współczesnego msw w zakresie podaży waluty międzynarodowej, widać wyłaniające się dwa przeciwstawne stanowiska:

– rekomendujące przejście w kierunku prawdziwie wielodewizowego systemu, z wieloma walutami odgrywającymi rolę walut międzynarodowych;

---

[52] K. Bernard, *International reserve adequacy in Central America*, IMF Working Paper, WP/11/144.

[53] D. Rodrik, *The social cost of foreign exchange reserves*, NBER Working Paper, no. 11 952/2006.

[54] M. Williams, *Foreign exchange reserves – how much is enough*?, „BIS Review" 2006, no. 1.

– forsujące rozwiązania zmierzające do stworzenia globalnego systemu walutowego z elementami ponadnarodowości. Są tutaj dwie alternatywy: oparcie się na SDR-ach i promowanie procesu ich internacjonalizacji lub wykreowanie ponadnarodowego pieniądza papierowego.

Rozwiązania te różnią się takimi aspektami, jak: stabilność, efektywność, polityczna akceptowalność, łatwość implementacji, symetryczność. Jednym z kryteriów efektywności jest zdolność systemu do stymulowania dekumulacji rezerw walutowych. Zreformowany od strony podaży waluty międzynarodowej msw powinien minimalizować potrzebę utrzymywania kosztownych rezerw. Powinien stymulować efektywną alokację kapitału w gospodarce światowej, a oszczędności do przepływania zgodnie z różnicami w krańcowej produktywności kapitału, z uwzględnieniem czynników ograniczających (jak ryzyko polityczne) zmiany w stopach zwrotu. Z kolei jednym z kryteriów symetryczności jest zdolność systemu do indukowania symetrycznych procesów dostosowawczych tak, aby ciężar dostosowawczy nie spadał na określoną kategorię krajów (kraje deficytowe bez statusu waluty międzynarodowej)[55].

Proponowane rozwiązania wymagają zsynchronizowanej zmiany w polityce wiodących banków centralnych oraz różnego stopnia koordynacji polityk makroekonomicznych[56].

3.1. Koncepcja prawdziwie wielodewizowego systemu walutowego

Reforma msw stała się priorytetem G20, niektórzy członkowie grupy bowiem aktywnie promują utworzenie „zdywersyfikowanego systemu walutowego”[57]. Również w pracach empirycznych na temat potencjalnych kierunków ewolucji msw widać dominację preferencji odnośnie do takiego kierunku ewolucji w zakresie podaży waluty międzynarodowej. Za takim rozwiązaniem przemawia regionalizm walutowy i wzrastająca siła ekonomiczna wiodących bloków gospodarczych (strefa USD, strefa euro, formalne lub nieformalne strefy walutowe w Azji)[58]. Przejście do takiego systemu dokonałoby się w głównej mierze na skutek współdziałania sił rynkowych i polityk krajowych, w mniejszym stopniu na skutek koordynacji działań ponadnarodowych. Podstawową korzyścią takiego rozwiązania dla msw byłoby bardziej równomierne aloko-

[55] I. Angeloni, *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, Economic Papers, no. 444/July 2011.

[56] I. Mateos y Lago i in., *The debate on the international monetary system*, IMF Staff Position Note, nov/2009.

[57] Por. BRIC Head of States and Governments, „Joint Statement at the BRIC countries summit in Brasilia”, 15.04.2010; X. Zhou, *Reform of the International Monetary System*, 09.04.2009. Przez „zdywersyfikowany msw” rozumieją msw oparty na wielu walutach pełniących funkcję walut międzynarodowych

[58] R. Moghadam, *Reserve accumulation and international monetary stability*, IMF, 2010.

wanie międzynarodowych inwestycji, przez co udałoby się uniknąć zniekształceń w układzie stóp procentowych. S. Maziad i inni wskazują, że z punktu widzenia globalnego przejście do prawdziwie wielodewizowego systemu może pomóc dywersyfikować ryzyko, ułatwiać stopniowe dostosowania globalne (poprzez bardziej symetryczne rozłożenie procesu dostosowawczego między kraje deficytowe i nadwyżkowe) oraz stanowić bodziec dla prowadzenia stabilnych polityk krajowych sprzyjających stabilności systemowej[59]. Korzyść wynikająca z większej dyscypliny dla emitenta waluty rezerwowej ujawniłaby się na skutek:

– dystrybuowania korzyści znanej jako *exorbitant privilege*, aktualnie odnoszonej przez USA do większej liczby krajów. Rezultatem przełamania monopolu USD byłoby, zgodnie z hipotezą *exorbitant privilege* obniżenie możliwości powstawania globalnych nierównowag płatniczych;

– urzeczywistnienia się koncepcji globalizacji finansowej, poprzez zwiększenie substytucyjności aktywów rezerwowych.

Z punktu widzenia polityki akumulacji rezerw I. Angeloni i inni podkreśla, że rozwiązanie takie pozwoliłoby na spadek popytu na rezerwy walutowe (na skutek mniejszej potrzeby ubezpieczania się od szoków płynnościowych i mniejszej potrzeby zarządzania kursem walutowym, jeśli RMB ulegałby powoli – wraz z internacjonalizowaniem się – upłynnianiu) oraz ich większą dywersyfikację[60].

Jednocześnie podkreśla się ryzyko związane z przejściem do prawdziwie wielodewizowego systemu, jakim jest wywołanie okresów większej zmienności kursów walutowych i cen aktywów, wynikające z dostosowań w strukturze walutowej rezerw, portfeli podmiotów prywatnych i międzynarodowych płatności. Koordynacja polityk wśród krajów emitujących waluty pretendujące do internacjonalizacji może stać się koniecznym warunkiem powstrzymywania nadmiernej zmienności kursów walutowych.

Jak zwraca jednak uwagę A. Benassy-Quere, zwiększona zmienność kursów w krótkim okresie nie powinna stanowić problemu wobec dostępności instrumentów hedgingowych, zaś zwiększona substytucyjność dostępnych aktywów powinna redukować prawdopodobieństwo trwałych odchyleń kursów walutowych od wartości fundamentalnych, przywracając tym samym automatyzm dostosowań globalnych i stabilność systemową[61]. Zatem w średnim i długim okresie wykształcanie się systemu prawdziwie wielodewizowego powinno redukować prawdopodobieństwo niedopasowań kursowych. Ryzyko trwałych

[59] S. Maziad i in., *Internationalization of emerging market currencies: a balance between risks and rewards*, IMF Staff Discussion Note, October 19/2011.

[60] I. Angeloni, *Global currencies…*

[61] A. Benassy-Quere, J. Pisani-Ferry, *What international monetary system for a fast-changing world economy?*, Bruegel Working Paper, April 2011/06.

niedopasowań kursowych i nierównowag globalnych powinno być także minimalizowane poprzez wzrost dyscypliny polityk wewnętrznych w krajach stanowiących „centrum" systemu.

Konsekwencją powyższych procesów jest akcentowanie znaczenia:

– stopniowego i płynnego dochodzenia do prawdziwie wielodewizowego systemu walutowego,

– poddania całego procesu transformacji msw działaniom autonomicznych, niezależnych decyzji sektora prywatnego i oficjalnego, bez odgórnego sterowania[62].

Rola MFW powinna się ograniczać do tworzenia warunków dla stopniowego wyłaniania się wielobiegunowego systemu, w szczególności nadzorowania procesu stopniowego dywersyfikowania rezerw. Wykorzystując informacje na temat kompozycji walutowej rezerw poszczególnych krajów, MFW mógłby nadzorować tempo dywersyfikacji[63].

Obserwując obecne uwarunkowania emitentów walut, które mogłyby substytuować USD w roli waluty międzynarodowej, widać, że gradualizm procesu jest nieunikniony. Podkreśla się, że proces ten mógłby się dokonać w przeciągu 10–15 lat. Przemawiają za tym efekt inercji i *network externalities*, oddziałujące na korzyść USD, oraz brak na dzień dzisiejszy waluty zdolnej do przejęcia roli USD.

Wśród walut mogących potencjalnie substytuować USD w funkcji waluty międzynarodowej wymienia się euro, i coraz częściej renminbi.

Proces internacjonalizowania euro najprawdopodobniej będzie stopniowy, za czym przemawiają:

– skoncentrowanie bieżących wysiłków w UGiW na reformowaniu polityki fiskalnej, w tym wzmacnianiem nadzoru nad polityką budżetową, w wyniku doświadczeń z kryzysem fiskalnym 2010–2011;

– potrzeba zredukowania fragmentaryzacji rynków kapitałowych w ramach UGiW.

Dodatkowym czynnikiem osłabiającym substytucyjność euro wobec USD jest mniejsza płynność europejskich rynków finansowych.

W przypadku RMB, proces stopniowej internacjonalizacji uzależniony jest od wprowadzenia wymienialności w zakresie transakcji na rachunku kapitałowym oraz uelastyczniania kursu walutowego, a także rozwoju krajowego rynku finansowego i prowadzenia polityki gospodarczej ukierunkowanej na dalszy wzrost gospodarczy. W początkowym okresie istotną rolę mogą odegrać inicjatywy rządowe promujące internacjonalizację waluty. Czynnikiem wyraźnie przemawiającym za internacjonalizacją waluty jest wzrastające znaczenie Chin w gospodarce światowej.

---

[62] E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system…*

[63] R. Moghadam, *Reserve accumulation…*

Tabela 41. Czynniki internacjonalizacji walut (USD, EUR, RMB)

Wyszczególnienie	USD	Euro	RMB
Rozmiar	27% światowego PKB, spadający udział	20% światowego PKB, spadający udział (ale z potencjałem dla rozszerzenia)	7,6% światowego PKB, wzrastający udział
Rynki finansowe i otwartość	Płynne, głębokie, całkowita mobilność kapitału	Drugorzędne w stosunku do USA, fragmentaryzacja rynków obligacji, całkowita mobilność kapitału	Słabo rozwinięte rynki, ograniczona mobilność kapitału
System prawny	Silny	Silny	Słaby
Polityka budżetowa i monetarna	Wzrastające obawy o stabilność polityki budżetowej, ryzyko monetyzacji długu	Dobra ocena polityki monetarnej, niezależność instytucjonalna. Obawy odnośnie wypłacalności niektórych krajów członkowskich	Silna pozycja fiskalna. Dobra ocena polityki monetarnej, ale z ograniczeniem autonomii ze względu na sztywność kursu walutowego
Zdolność/chęć do reagowania na szoki, wypełniania funkcji LLR (*lender of last resort*)	Silna	Silna w obszarze banku centralnego, ale ograniczona porozumieniami instytucjonalnymi	Silna
Stanowisko odnośnie do internacjonalizowania waluty	„Dane" na skutek funkcjonowania msw, obecnie bez znaczenia	Oficjalnie neutralne. Stanowcze odradzanie jednostronnej euroizacji dla krajów „out"	Poparcie dla wczesnego procesu internacjonalizowania
Kohezja polityczna i siła geopolityczna	Silna	Ograniczona przez brak unifikacji politycznej	Silna, z tendencją do wzrastania

Źródło: I. Angeloni i in., *Global currencies for tomorrow: a European perspective, European Economy*, Economic Papers, no. 444/July 2011.

Wśród głównych czynników osłabiających rolę jena jako waluty międzynarodowej są niskie rentowności papierów wartościowych, silna tradycja preferowania krajowych inwestorów w obrocie instrumentami dłużnymi skarbowymi oraz wysoki poziom długu publicznego w relacji do PKB[64].

Dla USD, za kluczowy czynnik determinujący przyszłą rolę waluty w systemie wielodewizowym, należy uznać wiarygodność polityki wewnętrznej.

W kontekście transformacji systemu walutowego w kierunku wielodewizowego próbuje się także podnieść ewentualną rolę złota. R. Zoellick proponuje

[64] R. Cooper, *The future of the dollar*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, September 2009.

rozważenie złota jako międzynarodowej wartości referencyjnej dla oczekiwań inflacyjnych, deflacyjnych i kursowych. Nie oznaczałoby to żadnej formalnej roli złota w kontekście funkcji waluty międzynarodowej, jednak w okresie przejściowym, kiedy msw ewoluowałby w kierunku prawdziwego systemu wielodewizowego, złoto mogłoby być alternatywnym miernikiem wartości[65].

3.2. Koncepcja systemu globalnego

3.2.1. System oparty na SDR-ach

Koncepcja ta opiera się na jednoczesnym wykorzystaniu zalet waluty koszykowej i efektu *network externalities*, jaki wiąże się z używaniem jednej waluty w msw. Orędownikiem takiego rozwiązania jest niewątpliwie gubernator Banku Narodowego Chin[66]. Zdaniem zwolenników tej koncepcji, zaletami takiego rozwiązania z punktu widzenia stabilności msw byłyby:

– bardziej stabilna wartość waluty jako miernika wartości i jednostki obrachunkowej niż w przypadku indywidualnych walut. Stabilizacyjne oddziaływanie SDR-ów miałoby jednocześnie dyscyplinujący wpływ na kraje emitujące waluty wchodzące do koszyka[67];

– większa zdolność msw do radzenia sobie ze zmiennością kursów walutowych;

– zmniejszone prawdopodobieństwo dostosowań kursowych w przypadku walut, które miałyby usztywniony kurs walutowy w stosunku do SDR w porównaniu do usztywnienia w stosunku do walut narodowych (gł. USD). Można to szerzej interpretować jako ułatwienie procesu globalnych dostosowań (w przypadku krajów nadwyżkowych o ustalonym kursie stałym wobec SDR-ów, automatyczne włączenie w globalne procesy dostosowawcze byłoby wynikiem deprecjacji walut krajów deficytowych, wchodzących w skład koszyka);

– umożliwienie podejmowania decyzji cenowych odnośnie do aktywów o większym poziomie ryzyka w oparciu o globalne, a nie konkretnego kraju, warunki monetarne[68];

– wzmocnienie integracji finansowej. Poprzez zmianę popytu w kierunku instrumentów denominowanych w SDR-ach, korzyści skali doprowadziłyby do ujednolicenia stóp procentowych w krajach o tym samym poziomie ryzyka kre-

---

[65] R. Zoellick, *The G20 must look Beyond Bretton Woods II*, „Financial Times", 07.11.2010.

[66] Por. X. Zhou, *Reform of the international…*

[67] Relatywne wagi poszczególnych walut wchodzących w skład koszyka dostosowują się automatycznie do ruchów kursowych, stanowiąc mechanizm dyscyplinujący dla emitentów waluty (nadmierna emisja waluty krajowej prowadząca do deprecjacji kursu znajdzie swoje odzwierciedlenie w wadze koszyka SDR).

[68] Za: E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system…*

dytowego, emitujących walory denominowane w SDR-ach. Jednocześnie, zwiększona substytucyjność między aktywami wzmocniłaby dyscyplinę rynkową.

Dodatkowa korzyść wynikałaby z faktu dystrybuowania *exorbitant privilege* do krajów, których waluty wchodzą w skład koszyka SDR-ów. Efekt ten szybciej i na szerszą skalę mógłby się zmaterializować niż w przypadku systemu opartego na podaży wielu walut międzynarodowych, gdzie bariera korzyści skali staje się istotnym uwarunkowaniem[69].

Oczywiście, procesowi transformowania msw w kierunku systemu opartego na SDR-ach musiałoby towarzyszyć zwiększanie płynności SDR-ów, nie tylko poprzez dodatkowe alokacje waluty, lecz głównie rozwój prywatnego rynku SDR-ów. W tym celu niezbędne byłoby promowanie prywatnych emisji w SDR-ach oraz waluty w pozostałych funkcjach waluty międzynarodowej (np. fakturowania handlu), wyrażania wartości *commodities*, rozwijanie systemów rozliczeń dla instrumentów denominowanych w SDR-ach, wreszcie zwiększenie transparentności dokonywanych rewizji koszyka waluty[70]. Niezbędne byłoby także globalne koordynowanie polityk w okresie transformowania msw.

Metodą przechodzenia do systemu opartego na SDR-ach mogłoby stać się powierzenie przez kraje części rezerw walutowych specjalnemu funduszowi denominowanemu w SDR-ach i zarządzanego przez MFW. Fundusz taki ułatwiałby pozarynkową wymianę aktywów denominowanych w innych walutach międzynarodowych na SDR[71]. Koncepcja zarządzania procesem internacjonalizowania SDR-ów jest odpowiedzią na obawy związane z nagłą, nieskoordynowaną dywersyfikacją portfela rezerw krajów akumulujących rezerwy (*disorderly diversification*). Należy przypomnieć, że propozycja stworzenia rachunku substytucyjnego w MFW była już rozważana w latach 70. i 80., kiedy pojawiły się obawy dotyczące wartości USD[72].

Jak zwracają uwagę E. Dorrucci i inni, koncepcja rachunku substytucyjnego MFW wywołuje wiele pytań:

– czy poza dywersyfikacją rezerw, rozwiązanie takie przyczyni się do stopniowego wyłaniania SDR-ów jako prawdziwej waluty globalnej? Czy SDR mogą stać się wiarygodnym aktywem umożliwiającym proces dywersyfikacji rezerw, bez rozwoju rynku prywatnego? Jakie działania byłyby niezbędne dla

[69] L. Mateos y Lago i in., *The debate*…

[70] R. Moghadam, *Reserve*…

[71] Jak zauważa I. Mateos y Lagos i in., problem polega na tym, że jeśli rozmiar aktywów rezerwowych denominowanych w SDR-ach rósłby w szybszym tempie niż spadałaby podaż aktywów rezerwowych denominowanych w USD, mogłoby to prowadzić do wzrostu stóp procentowych w USA, z konsekwencjami dla dysparytetu stóp procentowych w innych wiodących walutach globalnych i bilateralnych kursów walutowych. Dlatego okres przechodzenia do nowego systemu wymagałby dużej ostrożności.

[72] P. Kenen, *The analytics of a substitution account*, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1981, no. 139.

rozwoju rynku prywatnego SDR-ów? Czy doświadczenia związane z funkcjonowaniem prywatnego rynku ECU w latach 80. i wczesnych 90. mogą być jakąś wskazówką?

– czy przyczyniłby się do stopniowego dywersyfikowania struktury walutowej rezerw, czy istnieje ryzyko, że powstanie rachunku doprowadziłoby do gwałtownego załamania zaufania do USD? Czy implementacja propozycji przyczyni się do obniżenia rezerw utrzymywanych w walutach narodowych, czy, w przeciwieństwie – wygeneruje *moral hazard* i będzie stymulowała dalszą akumulację rezerw?

– kto powinien ponosić koszt obsługi takiego rachunku, związany z wahaniami kursowymi[73]? Wątpliwość ta odzwierciedla polityczną barierę związaną z tworzeniem msw opartego na podaży waluty emitowanej przez organizację międzynarodową, a nie przez suwerenne państwo. Powstają kolejne pytania: kto podejmowałby decyzje dotyczące emisji i alokacji waluty itd.[74]

E. Dorrucci i inni upatrują podstawową słabość takiego rozwiązania w tym, że autonomiczne decyzje sektora prywatnego i publicznego zostałyby zastąpione odgórnym narzuceniem zasad podaży pieniądza międzynarodowego. Jedną z konsekwencji takiego rozwiązania mogłoby być kontynuowanie polityki akumulacji rezerw, przy jednoczesnym wyeliminowaniu ryzyka kursowego. Istnieje więc obawa, że zamiast wzmocnić stabilność msw uległaby ona osłabieniu. Inną wadą takiego rozwiązania jest obawa, że wzrost podaży SDR-ów mógłby mieć istotne konsekwencje dla polityki monetarnej i niezależności banków centralnych emitujących waluty wchodzące w skład koszyka SDR-ów. Wreszcie, gdyby SDR-y stały się szeroko wykorzystywanym środkiem wymiany, gwałtowny wzrost ich podaży mógłby wygenerować globalne naciski inflacyjne.

Ograniczone wykorzystanie SDR-ów w trakcie kryzysu, mimo dodatkowej alokacji w ramach polityki *crisis management*, wynika z kilku słabości tego mechanizmu mobilizowania płynności, co może negatywnie wpłynąć na zakres ewentualnych przyszłych alokacji[75]:

1. SDR-y nie są instrumentem kreacji płynności. Ostatecznie, tylko cztery banki centralne emitujące waluty wykorzystywane w funkcjach pieniądza międzynarodowego są w stanie dostarczać na dużą skalę płynność niezbędną do budowania zaufania rynków w czasie kryzysu. Sprzedaż SDR-ów pochodzących z alokacji nie zwiększa globalnej podaży płynności składowych walut, chyba że sprzedawca SDR-ów otrzymuje składową walutę od banku centralnego kraju emitującego ją, jednocześnie emitent waluty nie dokonuje sterylizacji zasilania płynnościowego (sprzedaż SDR-ów innym bankom centralnym jedynie transfe-

[73] E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system…*

[74] Na bariery natury politycznej zwraca uwagę m.in. R. Cooper, *The future…*

[75] *Global liquidity…*

ruje globalną płynność, aczkolwiek pomiędzy krajem odczuwającym brak płynności i jej nie odczuwającym).

2. SDR-y są alokowane do wszystkich krajów członkowskich MFW, niezależnie od tego, czy kraj ma problem z płynnością, czy nie. Z kolei alokacja dla konkretnego kraju odczuwającego problem z płynnością może nie być wystarczająca.

3. System zależy od chęci desygnowanych członków do dokonywania zakupów SDR-ów (i, w niektórych przypadkach, do ograniczania zasobu własnych rezerw). Zwiększenie liczby desygnowanych członków i/lub walut składowych mogłoby częściowo rozwiązać te problemy, ale nie fundamentalne ograniczenia SDR-ów co do ich zdolności do zarządzania globalnymi szokami płynnościowymi.

3.2.2. Ponadnarodowa waluta papierowa

Alternatywą dla internacjonalizacji SDR-ów, w ramach tworzenia prawdziwie globalnego systemu, może być kreacja ponadnarodowej waluty, emitowanej przez ponadnarodowy bank centralny, o płynnym kursie walutowym w stosunku do walut narodowych (funkcjonująca jako waluta paralelna)[76]. Wyłączona spod oddziaływania polityk krajowych, stałaby się globalnym aktywem pozbawionym ryzyka. Aktywa takie byłyby mniej uzależnione od ratingu kredytowego i prognoz inflacyjnych największych gospodarek, a zatem byłyby w mniejszym stopniu poddane wahaniom i uzależnieniu od konkretnych uwarunkowań, niż w przypadku systemu opartego na SDR-ach. Jest to w istocie powrót do koncepcji zaproponowanej przez J. Keynesa w trakcie tworzenia systemu walutowego z Bretton Woods (waluta bancor). Propozycja taka wydaje się przezwyciężać ograniczenia związane z walutą koszykową, jednak poprzez swój bardziej radykalny charakter wywołuje wiele kontrowersji:

– czy kraje byłyby skłonne oddać część swojej suwerenności monetarnej ponadnarodowemu bankowi centralnemu? Czy skłonność ta byłaby identyczna w przypadku krajów dużych i małych;

– jaki okres byłby potrzebny dla zrealizowania takiej radykalnej propozycji?

Podstawowa zaleta takiego rozwiązania wynikałaby z narzucenia symetryczności msw, rozumianej jako równoległe uruchamianie procesów dostosowawczych w krajach deficytowych, jak i nadwyżkowych[77]. Ponadto, instytucja

[76] W wersji bardziej ekstremalnej, R. Mundell zaproponował kreację globalnej waluty w miejsce walut narodowych. Por. R. Mundell, *Financial crises and the International Monetary System*, Columbia University, 2009, www. normangirvan.info/wp-content/uploads/2009/03/mundell.pdf.

[77] J. Kregel, *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*, Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute, 2010. Proces dostosowawczy byłby nie tylko bardziej symetryczny, lecz także bardziej automatyczny. W sytuacji,

emitująca taką walutę mogłaby stać się prawdziwym globalnym pożyczkodawcą ostatniej instancji, osłabiać tendencje deflacyjne i rozwiązać problemy finansowania międzynarodowego (np. alokowania płynności międzynarodowej poprzez linie kredytowe).

J. Landau podkreśla, że ponadnarodowa waluta powinna być silna, nie powinna deprecjonować się w stosunku do głównych wiodących walut, co implikuje potrzebę ograniczania jej podaży. Deprecjonująca się waluta globalna traciłaby atrakcyjność jako waluta rezerwowa. Z drugiej strony, gdyby podaż waluty była ograniczana, nie byłaby w stanie zaspokoić globalnego popytu na rezerwy[78].

Orędownikiem takiego rozwiązania kwestii podaży waluty międzynarodowej jest ONZ[79].

Podsumowując powyższe rozważania, należy zwrócić uwagę, że – poza akcentowaniem zalet i wad alternatywnych rozwiązań w obszarze podaży waluty międzynarodowej – trudno jednocześnie odpowiedzieć, które z nich jest najbardziej optymalne dla stabilności międzynarodowego systemu walutowego.

Z punktu widzenia polityki akumulacji rezerw jako kryterium efektywności, wszystkie proponowane rozwiązania stanowią bodziec (na skutek poprawy GFSN, zachęty do większej elastyczności kursów walutowych i większego stopnia nadzoru nad funkcjonowaniem msw) do spadku popytu na rezerwy (chociaż go nie eliminują). Rozwiązanie zmierzające w kierunku stworzenia systemu globalnego w największym stopniu zmniejszyłoby problem nadmiernej akumulacji rezerw, ze względu na stworzenie w jego ramach globalnego systemu dostarczania płynności. Rozwiązanie polegające na wytworzeniu się prawdziwego systemu wielodewizowego, poprzez włączenie RMB w proces internacjonalizacji, może także spowodować zmniejszenie popytu na rezerwy, w tym w odniesieniu do najbardziej aktywnego w tej polityce kraju. Wszystkie proponowane rozwiązania pozwoliłyby także na większy stopień dywersyfikacji rezerw, zatem na optymalniejszą alokację kapitału z punktu widzenia ryzyka i stopy zwrotu.

Rozpatrując funkcjonowanie mechanizmów dostosowawczych jako kryterium symetryczności, należy zauważyć że system wielodewizowy, poprzez zdolność do stymulowania *floatingu* w politykach kursowych krajów, mógłby

---

gdyby „bancor" funkcjonował jako wspólna waluta (a nie jako waluta paralelna), nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących odzwierciedlałyby bardziej czynniki strukturalne, niż uwarunkowania monetarne.

[78] J. Landau, *Some thoughts on the international monetary system*, article presented at the G20 Workshop on the Global Economy – causes of the crisis: key lessons, Mubai, 24–26.05.2009.

[79] United Nations, *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf.

redukować asymetrię dostosowawczą, zatem skrzywienie deflacyjne (*deflationary bias*) wynikające z nacisku na uruchomienie procesów dostosowawczych przez kraje deficytowe. Jednakże, jak zauważa I. Angeloni i inni[80], asymetria pozostałaby na poziomie regionalnym. Scenariusz wyłaniania się SDR-ów jako waluty globalnej powodowałby akumulowanie jej przez kraje nadwyżkowe, w miejsce aktywów dolarowych, nie tworząc wcale większego bodźca dla procesów dostosowawczych niż obecnie funkcjonujący system. Jednakże, stworzenie systemu poolingu rezerw w ramach rachunku substytucyjnego pozwoliłoby na redystrybucję płynności do tych krajów, które faktycznie jej potrzebują, obniżając skrzywienie deflacyjne wynikające z asymetrycznego dostosowania[81]. Skrzywienie deflacyjne mogłoby także zostać eliminowane poprzez mniejszy bodziec dla akumulowania rezerw walutowych, chociaż można także zakładać, że dywersyfikacja rezerw w kierunku SDRów doprowadziłaby, paradoksalnie, do wzrostu skali polityki akumulacyjnej. Większa symetria systemu może także wynikać ze zwiększonego nadzoru (*enhanced surveillance*) i efektywniejszego funkcjonowania GFSN, co powinno towarzyszyć wszystkim rozpatrywanym scenariuszom ewolucji podaży waluty międzynarodowej.

4. Działania koordynacyjne w skali międzynarodowej

4.1. Zasadność, cele i obszary działań koordynacyjnych

W kontekście zjawiska nierównowag globalnych kluczowym argumentem za działaniami koordynacyjnymi jest fakt, że współczesne nierównowagi ponownie ujawniają znaną już w historii msw asymetrię między naciskami dostosowawczymi, jakie dotykają kraje nadwyżkowe i deficytowe. Kontynuacja polityk gospodarczych po stronie krajów nadwyżkowych i deficytowych utrudnia podjęcie decyzji o jednostronnym dostosowaniu. Na przykład, nadwyżka CA w Chinach wzmacnia bodźce dla realizacji polityk makroekonomicznych stymulujących popyt USA. Analogicznie, stymulowanie popytu w USA prowadzi do wzrostu skali i kosztu niezbędnych dostosowań kursowych w Chinach. Oba kraje mogą być zainteresowane procesami dostosowawczymi, ale żaden z nich nie uzna jednostronnego dostosowania za zasadne[82]. Dodatkowo, redukcja deficytu CA w USA jest utrudniona w wyniku globalnej recesji; co nie tworzy

[80] I. Angeloni, *Global currencies*…

[81] Por. Stigilitz Commission, 2009.

[82] *The risks of international imbalances: beyond current accounts*, BIS 81 st Annual Report, 2011.

sytuacji, w której USA są skłonne przejąć pozycję inicjującą procesy korekty nierównowagi[83].

Argumentem za międzynarodową koordynacją jest fakt, że rynki wiarygodniej oceniają takie działania w zakresie stabilizowania kursów walutowych niż działania jednostronne[84].

Z punktu widzenia polityki akumulacji rezerw i jej potencjalnie destabilizującego wpływu na msw, wzmocniona koordynacja mogłaby wpłynąć na kreację i dystrybucję międzynarodowej płynności, aby uniknąć tworzenia warunków nadmiernego finansowania w obszarze poszczególnych krajów lub rynków, czego wynikiem może być nierównowaga płatnicza i ruchy cen aktywów.

Kolejny argument za koordynacją opiera się na niebezpieczeństwie stworzenia *externalities* w sytuacji działań podejmowanych jednostronnie. Można tu przywołać chociażby działania, polegające na kontroli napływu kapitału. Stosowane w jednym kraju mogą kierować napływ kapitału do innych krajów, który będzie doświadczał zwiększonego nacisku na zastosowanie podobnych instrumentów ochronnych. Koordynacja może być więc potrzebna w celu przeciwdziałaniu nadużywania kontroli napływu kapitału[85].

Inny argument zasadności koordynacji opiera się na spostrzeżeniu, że jest ona szansą na odejście od strategii konkurencyjnych interwencji walutowych. Akumulacja rezerw walutowych wynikająca z intensywnie prowadzonych działań interwencyjnych jest przykładem transformacji polityki „zubożania sąsiada" („*beggar-the-neighbour*"), a więc poprawy konkurencyjności krajowej gospodarki w wyniku posiadania niedoszacowanego kursu waluty w politykę „zubożania siebie" („*beggar-yourself*") poprzez kosztowne i nadmierne akumulowanie rezerw[86].

Celem działań koordynacyjnych, dzięki którym stopniowo nierównowaga globalna byłaby redukowana, jest radykalna redystrybucja strumieni kapitałowych w skali globalnej. Pozwoliłoby to na odblokowanie wielostronnego procesu dostosowawczego. Wymaga to głębokich zmian systemowych, wydaje się więc, że korekty kursowe nie są wystarczającym mechanizmem pozwalającym osiągnąć ten cel.

W procesie globalnej korekty nierównowag kluczowe jest umożliwienie azjatyckim krajom *emerging markets* kontynuowania strategii silnego wzrostu

---

[83] M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, WWW.e;sa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf, November 2009.

[84] F. Saccomanni, *Managing international financial instability. National tamers versus global tigers*, E. Elgar, 2008.

[85] *The risks of international imbalances*… Efekt wymuszonej kontroli napływu kapitału przez inne kraje nazywany jest tu *race to the bottom.*

[86] S. Griffith-Jones, J. Ocampo, *Sovereign Wealth Funds: a developing country perspective*, Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Fund organized by Andean Development Corporation, London, 18.02.2008.

gospodarczego. S. Collignon podkreśla znaczenie przejęcia przez UGiW oraz Japonię z USA części globalnego popytu na towary azjatyckie. Japonia, UGiW oraz USA powinny ustanowić *target deficit CA* (np. na poziomie 1–1,5% PKB). Ustanowienie progu deficytu pozwoliłoby na redystrybucję amerykańskiego deficytu, ale nie byłoby wystarczającym środkiem dla wygenerowania dodatkowego popytu dla azjatyckiego eksportu[87].

Rola zarządzania niedopasowaniami kursowymi jest dyskusyjna zarówno, jeśli chodzi o efektywność takich działań, jak i metodę realizacji tego celu. W tzw. Raporcie Goldsteina z 1999 r.[88] postulowano stworzenie *target zones* dla USD, euro i jena. Ciekawą koncepcję globalnego zarządzania niedopasowaniami walutowymi przedstawia W. Cline[89]. Proponuje zawarcie porozumień dotyczących skoordynowanych interwencji kursowych, na podobieństwo Porozumienia z Plaza. Wychodząc z założenia, że pojedynczy kraj obawia się aprecjacji waluty krajowej wobec USD ze względu na ryzyko utraty konkurencyjności gospodarki w stosunku do innych krajów („dylemat więźnia"), skoordynowane interwencje mające na celu deprecjację USD stanowiłyby dobry instrument rozwiązania nierównowag. W tym celu proponuje utworzenie trzech grup krajów, w zależności od stopnia wymaganej aprecjacji.

– kraje grupy pierwszej, których waluty aprecjonowałyby wobec USD do 40%, w tym Chiny i Japonia;

– kraje grupy drugiej, których waluty aprecjonowałyby 15–40% wobec USD, w tym euro;

– kraje grupy trzeciej, gdzie nie byłoby konkretnych progów ani inicjatyw interwencyjnych, chyba że waluty zaczęłyby się osłabiać względem USD.

Skoordynowane interwencje polegałyby na sprzedaży USD przez EBC, Bank Japonii i inne kraje oraz zakupie euro, jena i innych walut przez System Rezerwy Federalnej, w skoordynowany sposób. W. Cline podkreśla, że porozumienie takie (które nazywa Plaza II), mogłoby być efektywnym instrumentem zarządzania korektą nierównowag globalnych w ramach grupy G20, ale wymagałoby:

– włączenia MFW w funkcję technicznego wsparcia dla dostosowań kursowych,

– wiarygodnego zobowiązania USA do eliminowania deficytów fiskalnych. Bez takiego zobowiązania, pierwotny impuls deprecjacji USD wynikający ze skoordynowanych interwencji mógłby zostać zaprzepaszczony w wyniku wygenerowania nacisków inflacyjnych, wymuszając zacieśnienie polityki pieniężnej w USA, wzrost stóp procentowych.

---

[87] S. Collignon, *How to handle global imbalances: a role for European monetary cooperation with Asia*, European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, March 2010.

[88] Za: W. Cline, *The case for a new Plaza Agreement*, Policy Briefs in International Economics, Institute for International Economics, December 2005.

[89] *Ibidem.*

Na drugim biegunie proponowanych rozwiązań w zakresie niedopasowań kursowych znajduje się forsowanie utrzymania *floatingów* jako dominującej cechy współczesnego msw.

4.2. Fora współpracy międzynarodowej w obszarze nierównowag globalnych

Jak wynika z przedstawionych poglądów, brak jest jednoznacznego stanowiska odnośnie do formuły działań koordynacyjnych w skali globalnej. Z jednej strony funkcjonuje teoria stabilności opartej na hegemonii (*hegemonic stability theory*) Kindlebergera, z której wynika, że koordynacja międzynarodowa jest tylko wówczas możliwa, kiedy kierowana jest przez kraj będący hegemonem, dysponujący siłą monetarną[90]. Pogląd przeciwny opiera się na uznaniu, że koordynacja jest możliwa także w sytuacji braku kraju-leadera, na skutek funkcjonowania międzynarodowych reguł i instytucji.

Oprócz poglądów teoretycznych, polaryzacja stanowisk odnośnie do formuły działań koordynacyjnych widoczna jest także w polityce poszczególnych krajów. We Francji, jedynym kraju UE, który jako jeden z priorytetów polityki rządowej uznaje utrzymanie stabilnego funkcjonowania msw, w 1999 r. powstał Raport Rządowy na temat Nowej Globalnej Architektury Finansowej, który proponował „wspólne zarządzanie systemem elastycznych reżimów kursowych"[91].

Z kolei podejście krajów azjatyckich charakteryzuje koncentracja na regionalnym rozwiązaniu potencjalnej niestabilności msw. Wyrazem tego było ustanowienie w 1999 r. w ramach grupy ASEAN+3 (kraje ASEAN oraz Japonia, Korea, Chiny) mechanizmu współpracy monetarnej między bankami centralnymi regionu. Celem współpracy jest ochrona krajowych walut przed niestabilnością powodowaną przez przepływy kapitału spekulacyjnego. Cel inicjatywy był jasny: ustanowić reżim kursowy w Azji, który nie byłby ani w pełni reżimem sztywnych kursów wobec USD, ani całkowitym *floatingiem*.

Głównym obszarem współpracy multilateralnej dotyczącym Nowej Globalnej Architektury Finansowej pozostawały – do czasu kryzysu – nieformalne porozumienia zawierane w ramach grupy G7. Większy zakres oddziaływania kryzysu na kraje rozwinięte w stosunku do reszty świata spowodował osłabienie dominującej dotychczas roli grupy G7 w sprawach gospodarki globalnej. Kluczowe miejsce w pracach koordynacyjnych zajęła grupa G20. Należy zatem podkreślić wiodącą rolę niesformalizowanych ugrupowań (G7, G20) w procesach negocjacyjnych i decyzyjnych, dotyczących kluczowych aspektów funk-

[90] Brakiem hegemona Kindleberger tłumaczy np. długość trwania Wielkiego Kryzysu Gospodarczego, kiedy tej funkcji już nie sprawowała Wielka Brytania, a jeszcze nie sprawowały USA.

[91] F. Saccomanni, *Managing*…

cjonowania msw. Ekspansję znaczenia tych grup należy wiązać z narastającą w ostatnich dekadach krytyką MFW i malejącą efektywnością jego działalności.

Oficjalna dyskusja międzynarodowa na temat ryzyka destabilizacji finansowej wynikającej ze zjawiska *global imbalances* rozpoczęła się w 2003 r. wraz z naciskiem grupy G7 na Japonię i Chiny na obniżenie poziomu akumulowanych rezerw walutowych. Na szczycie G7 w Dubaju w 2003 r. USA także zobowiązały się do podjęcia działań stymulujących krajową stopę oszczędności, zaś UE do działań zwiększających produktywność gospodarek. W lutym 2004 r. kraje G7 stwierdziły zgodnie, że niezbędne są reformy strukturalne oraz uporządkowanie polityki fiskalnej w celu pobudzenia wzrostu i nadzorowania procesu narastania nierównowag zewnętrznych.

W wyniku inicjatywy G7, aby MFW dokonał strategicznego przeglądu funkcjonowania międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego, została wypracowana przez MFW Średniookresowa Strategia (*medium-term strategy*), przedstawiona w sierpniu 2005 r. W Strategii tej stwierdzono, że „wydarzenia ostatniej dekady skierowały uwagę MFW na zbyt wiele nowych kierunków, deformując pierwotną wizję instytucji ukierunkowanej na międzynarodową stabilność monetarną i bieżącego finansowania deficytów płatniczych". Strategia sugeruje przeorientowanie MFW w kierunku pierwotnej misji instytucji poprzez wzmocnienie jej roli w procesie nadzoru nad dużymi, systemowo ważnymi gospodarkami oraz globalnym systemem finansowym, a także koncentrowanie się na współzależnościach między sytuacją makroekonomiczną a dynamiką sektora finansowego. W następstwie takiej deklaracji, w 2006 r., MFW rozpoczął wielostronne konsultacje z USA, Japonią, strefą euro, Chinami oraz Arabią Saudyjską w sprawie „łagodnego dostosowywania nierównowag globalnych". Kraje uczestniczące w multilateralnych konsultacjach w latach 2006–2007 pod egidą MFW doszły do porozumienia, że wobec skali problemu zjawiska *global imbalances* niezbędne jest podjęcie środków korekcyjnych[92]. Wyniki konsultacji multilateralnych z lat 2006–2007 nie spowodowały niestety wystarczającej implementacji środków korekcyjnych, zaś korekta nierównowagi wynikała jedynie z konsekwencji kryzysu finansowego[93].

Jednocześnie 15 czerwca 2007 r. osiągnięto consensus w sprawie *Bilateralnego Nadzoru nad politykami państw członkowskich*. Nadzór ma charakter dwustronny, opiera się na wzajemnych relacjach dwóch krajów i MFW. Aby osiągniąć systemową stabilność, każdy kraj członkowski MFW ma za zadanie promowanie równowagi zewnętrznej poprzez uzyskanie takiej pozycji płatniczej, która nie prowadziłaby do gwałtownych zniekształceń kursów. Oznacza to, że każdy kraj jest zobowiązany do zapewnienia braku fundamentalnych niedostosowań realnego kursu walutowego i braku podatności na destabilizujące

[92] Por. *IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation*, Press Release no.07/72,IMF, 14.04.2007.

[93] *Prospects for real…*

przepływy kapitałowe. Decyzja w sprawie *Bilateralnego Nadzoru nad politykami państw członkowskich* nie wprowadza jednak formalnych wymogów na państwa członkowskie; zdolność MFW do wpływania na polityki krajów członkowskich zależy głównie od „dialogu i zdolności perswazji".

Istnieje consensus, że dla efektywności działań koordynacyjnych MFW musi przeformułować się z bilateralnego nadzoru nad msw (który dominuje w praktyce MFW od początku istnienia tej instytucji) na nadzór multilateralny (*multilateral consultation procedure* – MCP). Nadzór bilateralny traci na znaczeniu wobec coraz większej liczby krajów emancypujących się od finansowej pomocy MFW oraz globalnego charakteru zjawiska *global imbalances* i jego wpływu na stabilność finansową.

Zatem MCP ma stanowić forum dialogu między uczestnikami gospodarki globalnej. Jednakże jak dotąd jedyna MCP zainicjowana przez MFW miała miejsce w okresie 2006–2007, mając na uwadze rozwiązanie problemu *global imbalances* przy zachowaniu wysokiego globalnego wzrostu. Mimo słabego przełożenia na sferę realizacyjną doświadczenia z okresu 2006–2007 stanowiły pierwszą (od Louvre Agreement) próbę multilateralnego rozwiązania systemowych problemów w drodze działań koordynacyjnych. Jednocześnie, równolegle do nadzoru multilateralnego, MFW zwiększa rolę nadzoru regionalnego (*regional surveillance*), uznając rolę regionalnych związków gospodarczych i finansowych.

W tym miejscu należy się zgodzić z F. Saccomannim, że jedyną opcją dla sprawnego zarządzania międzynarodową niestabilnością finansową jest wzmocnienie międzynarodowej kooperacji, poprzez wyjście poza nieformalne porozumienia G7/G20[94]. W tym celu konieczne jest „zinstytucjonalizowanie kooperacji". Wzmocnienie i instytucjonalizacja nadzoru wielostronnego w ramach MFW, na podstawie doświadczeń „multilateralnych konsultacji" przeprowadzonych na początku 2006 r., musi dokładnie określić zakres możliwości wpływania MFW na poszczególne kraje. MFW jest jedynym takim forum wzmocnionej współpracy, zważywszy na statut organizacji i liczne w niej członkostwo. Mimo, że rola MFW została osłabiona na skutek kryzysu systemu z Bretton Woods oraz globalizacji finansowej i wyłonienia się reżimów płynnych, nadal dysponuje wystarczającą siłą prawną do formułowania i wdrażania procedur nadzoru wielostronnego (*multilateral surveillance*) nad polityką monetarną i kursową realizowaną przez kluczowe kraje i ich implikacjami międzynarodowymi. Wzmocniona procedura nadzoru powinna umożliwić MFW funkcjonowanie

[94] Słabością takiej formy współpracy jest akcentowanie różnych elementów msw przez poszczególne kraje. Na przykład, USA wskazują na potrzebę reformy polityki kursowej w Chinach, Chiny zaś akcentują konieczność wykreowania alternatywnych – w stosunku do USD – aktywów rezerwowych. Inne kraje *emerging markets* akcentują rolę *carry trades* i ryzyka *overshootingu* kursu walutowego.

zarówno w charakterze forum współpracy między systemowo ważnymi gospodarkami, jak i kanału komunikacji z uczestnikami rynków finansowych[95]. Efektywna procedura nadzoru musi dawać pozwolenie Dyrektorowi Zarządzającemu MFW, w sytuacji niestabilnego kształtowania się relacji kursowych i przepływów finansowych, do wdrażania środków korygujących, być może poprzez działania koordynacyjne w systemowo ważnych gospodarkach. Oczywiście, jest to bardzo trudna procedura współpracy, której sukces zależy od chęci krajów do takiego działania, które ograniczałoby międzynarodowe reperkusje krajowych polityk gospodarczych, stosowanych w ramach autonomii narodowej[96].

Wyrazem nowego podejścia do globalnego nadzoru jest tzw. Proces Wzajemnej Oceny (*Mutual Assessment Process* – MAP). Jest to nowa formuła współpracy w ramach G20, która ma możliwość wprowadzania największych modyfikacji do wielostronnego nadzoru od czasu kryzysu. MAP opiera się na formułowaniu wspólnego celu i angażowaniu się krajów członkowskich w dynamiczny proces analizy wskaźników makroekonomicznych i dostosowań z zakresu polityki gospodarczej pozwalających na osiągnięcie tego celu. Jest punktem centralnym ambitnego przedsięwzięcia, jakim jest *Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*, wprowadzonego przez kraje G20 na szczycie w Pittsburgh w 2009 r.[97] MPA składa się z kilku etapów i jest corocznie powtarzany. Na pierwszym etapie kraje uzgadniają wspólne cele odpowiadające ewolucji globalnych warunków ekonomicznych i finansowych. Na drugim etapie każdy kraj członkowski G20 przedstawia krajową (regionalną) średniookresową strategię polityki gospodarczej (fiskalnej, monetarnej, kursowej, handlowej oraz strukturalnej). MFW dokonuje oceny wspólnych implikacji tych strategii i ich kompatybilności z ustalonymi celami, współpracując w razie konieczności i innymi instytucjami, np. WTO. Pierwszy cykl MPA miał miejsce w 2010 r. na szczycie w Seulu.

Proces jest jeszcze niewystarczająco zaawansowany, aby ocenić jego wkład do bardziej efektywnego nadzoru multilateralnego. Jest to nowy proces, który z pewnością będzie podlegał ewolucji. Prawdziwym sprawdzianem dla jego efektywności będzie zakres, w jakim przełoży się na działania z zakresu polityk gospodarczych na poziomach krajowych. Należy podkreślić, że MAP jest procesem międzyrządowym i nie jest wiążący dla krajów w nim uczestniczących. Celem MAP nie jest wprowadzanie reform systemowych, ale zapewnienie nadzoru i koordynacji polityk.

---

[95] F. Saccomanni, *Managing international…*

[96] *Ibidem.*

[97] Należy podkreślić, że MAP jest instytucjonalnie odrębny od procesu *surveillance* sprawowanego przez MFW. Ponieważ rola MFW w procesie MAP polega na wsparciu G20 i wykonaniu pracy technicznej, oba procesy są koordynowane.

Należy jeszcze zauważyć, że koordynacja w ramach grupy G20 ma odmienny charakter od koordynacji typowej dla porozumień regionalnych (np. w ramach UE), nie jest bowiem oparta na regułach (*rule-based coordination*). Nowa formuła koordynacji w ramach G20 różni się od wcześniejszych konsultacji multilateralnych tym, że[98]:

– włącza większą liczbę krajów, nie tylko wybrane;

– opiera się raczej na wzajemnym nadzorze (*peer surveillence*), a nie nadzorze instytucjonalnym (*institutional surveillance*).

Dokonując w 2010 r. oceny efektywności mechanizmów alokacji płynności w dobie kryzysu, MFW oraz przywódcy G20, w ramach wzmacniania *Global Financial Safety Net*, uzgodnili podjęcie następujących działań[99]:

– w ramach polityki kredytowej MFW: wzmocnienie roli FCL jako mechanizmu alokacji płynności (głównie poprzez wydłużenie okresu trwania i usunięcie limitów dostępu) oraz wprowadzenie nowego instrumentu Precautionary Credit Line (PCL) dla krajów członkowskich o stabilnej polityce gospodarczej, ale nie spełniających wymogów dostępu do mechanizmu FCL. Zmiany te sugerują spodziewany wzrost roli MFW, przy jednoczesnym przeniesieniu punktu ciężkości przy wdrażaniu pomocy kredytowej z analizy aktualnego bilansu płatniczego na potencjalne problemy bilansu płatniczego („*precautionary*" *lending*)[100];

– usprawnianie globalnej przestrzeni zarządzania szokami systemowymi. Ten obszar działań ma na celu wypracowanie procedur zsynchronizowanego zatwierdzania linii kredytowej FCL dla wielu krajów, co pozwoli krajom dotkniętym wspólnym szokiem uzyskać równoczesny dostęp do mechanizmu. Przywódcy G20 także wskazali na znaczenie dialogu między MFW a regionalnymi porozumieniami finansowymi oraz między bankami centralnymi, co umożliwiłoby uzyskanie efektu synergii wynikającego ze współpracy. Obszar ten, rekomendowany jako wymagający dalszych uzgodnień w roku 2011 i kolejnych, jest wyrazem złożonego (ustrukturyzowanego) podejścia (*structured approach*) do radzenia sobie z szokami systemowymi.

W dyskusji na temat GFSN zwraca uwagę silny nurt rozwinięcia prawdziwie globalnego podejścia (*global approach*) w kwestii alokowania płynności w systemowo ważnych gospodarkach przeżywających zarażenie szokiem zewnętrznym. Wyrazem tego była propozycja stworzenia w ramach MFW Globalnego Mechanizmu Stabilizacyjnego (GSM – *Global Stabilisation Mechanism).* Propozycja ta spotkała się z ostrą krytyką.

---

[98] *Prospects for real…*

[99] E. Dorrucci, J. McKay, *The international monetary system…*

[100] *The financial crisis and the strenghtening of global policy cooperation*, „EBC Monthly Bulletin" 2011, no. 1.

4.3. Rola MFW w globalnej siatce bezpieczeństwa finansowego

Jednym z celów statutowych MFW jest nadzorowanie stabilności msw. Wypełnianie tej funkcji jest obecnie zakłócone przez wiele czynników. Problematyczne jest już samo znalezienie właściwej formuły funkcjonowania MFW – czy ma on być instytucją koordynującą narodowe polityki, czy też inicjującą własne polityki na globalnym poziomie.

Wspomniana już ekspansja niesformalizowanych grup rządowych (G7, G20) osłabia funkcję konsultacyjną MFW i jednocześnie sprawia, że MFW musi pogłębiać z nimi wzajemną współpracę.

Problem z efektywnością działań koordynacyjnych pod egidą MFW polega na ograniczonej możliwości wpływania na poszczególne kraje. Dotyczy to krajów nadwyżkowych oraz tych, które finansują deficyty płatnicze bez uciekania się do pomocy finansowej MFW. W takiej sytuacji MFW brakuje systemu bodźców dla krajów do wdrożenia polityki korekcyjnej. Dodatkowym problemem metodologicznym jest mierzenie zakresu implementacji środków polityki korekcyjnej w krajach członkowskich oraz ocena efektów polityki koordynacyjnej. Ponadto, w krajach członkowskich polityka koordynacyjna rodzi pokusę *free riding*[101].

W kontekście akumulacji rezerw walutowych powstaje pytanie o rolę MFW w promowaniu polityk dekumulacji. Szczególnie istotna jest polityka prewencji i zarządzania kryzysem płynnościowym. Tutaj istotne znaczenie ma tworzenie dostępu do instrumentów płynności walutowej, co stanowi o pełnieniu funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (*international lender of last resort* – ILLR) tej organizacji.

Jak już wspomniano, MFW w ramach polityki budowania sprawnego *Global Financial Safety Net* wprowadził nowe linie – Flexible Credit Line i odnowioną Precautinary Credit Line. W zależności od uwarunkowań poszczególnych krajów, instrumenty te umożliwiają MFW udzielania pożyczek w wysokości 10-krotności kwot narodowych (lub nawet więcej, na podstawie dyskrecjonalnej oceny pożyczkobiorcy) dla krajów doświadczających ryzyka odpływu kapitału. Biorąc pod uwagę, że wiele krajów zakumulowało rezerwy walutowe przekraczające 50-krotność kwoty udziałowej w MFW (w niektórych krajach ponad 100-krotność kwoty), nie ma pewności, że nowe instrumenty *global safety net* wpłyną istotnie na politykę akumulacji. Dla przykładu, kwota udziałowa Korei wynosi 4,3 mld USD, zatem jej zdolność pożyczkowa w MFW wynosi 43 mld USD, zaś poziom zakumulowanych rezerw walutowych 270 mld USD[102].

---

[101] G. Bird, T. Wilett, *Multilateral surveillance. Is the IMF shooting for the stars?*, „World Economics" 2007, no. 4.

[102] J. Gagnon, *Current account imbalances coming back*, Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics, January 2011.

W odmienny sposób rolę MFW w forsowaniu dekumulacji rezerw widzi G. Bird i inni. W celu włączenia MFW w stymulowaniu polityki dekumulacji, proponuje, aby kraje o nadmiernym poziomie rezerw miały utrudniony dostęp do płynności pochodzącej z instrumentów MFW. W ten sposób, MFW jednocześnie częściowo rozwiązałby problem włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze. Potencjalny problem pokusy nadużycia mógłby zostać minimalizowany poprzez tradycyjną funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji z zastosowaniem wysokich stóp procentowych (*penalty rate*) i krótkich terminów wsparcia płynnościowego[103].

Istnieje consensus, że MFW powinien bardziej krytycznie oceniać akumulację rezerw w gospodarkach systemowo ważnych. Obecnie, kwestia akumulacji rezerw jest jedynie wspomniana w Artykule IV MFW, zaś MFW – paradoksalnie – zwraca większą uwagę na tę kwestię w przypadku nadzoru bilateralnego nad mniejszymi gospodarkami niż gospodarek systemowych. Dlatego pozytywnie należy ocenić decyzję MFW dotyczącą rozszerzenia zastosowania Artykułu IV o zawarcie w niej wielostronnej oceny zgodności i kompatybilności krajowych polityk gospodarczych poszczególnych krajów w celu zapewnienia międzynarodowej stabilności.

Istotnymi obszarami w zakresie polityki rezerw walutowych mogłyby stać się działania:

– zwiększające transparentność polityki akumulacyjnej, w szczególności kompozycji walutowej rezerw. Istotne jest wprowadzenie obowiązkowej sprawozdawczości odnośnie kompozycji walutowej. Dobrowolna sprawozdawczość jest niezasadna zważywszy, że tylko ta część rezerw, która jest poddana sprawozdawczości, determinuje wartość SDRów;

– zmierzające do przyjęcia nowej, powszechnej miary optymalności rezerw (jak wspomniano, MFW opracowuje nową miarę, ważoną ryzykiem).

Wydaje się, że MFW dostrzega jeszcze inny istotny kierunek działań w obszarze nadzorowania stabilności msw, a zatem zarządzania nierównowagami globalnymi. Jest to dopuszczenie możliwości nakładania ograniczeń w napływie kapitału przez kraj mający problemy z realizacją wewnętrznej polityki gospodarczej. Stanowi to istotny przełom w dotychczasowej polityce MFW forsowania liberalizacji przepływów kapitałowych, niezależnie od konkretnych uwarunkowań danego kraju[104].

---

[103] G. Bird, D. Willet, *Multilateral surveillance. Is the IMF shooting for the stars?*, „World Economics" 2007, no. 4.

[104] J. Ostry i in., *Capital inflows: the role of controls*, IMF Research Department, February/2010.

4.4. Współpraca banków centralnych w globalnej siatce bezpieczeństwa finansowego

Pozytywna ocena efektywności uruchamianych porozumień swapowych w czasie kryzysu pozwala postawić tezę, że bez współpracy banków centralnych globalna niestabilność finansowa byłaby znacznie poważniejsza i bardziej długotrwała. Efektywność ta wynikała głównie z szybkości reakcji banków centralnych w dostarczaniu płynności i dużej wartości transferowanych funduszy. P. McGuire i inni wskazują na fakt, że aukcje dolarowe przeprowadzane za pośrednictwem zagranicznych banków centralnych obniżyły poziom i zmienność spreadów na rynku swapów walutowych, ograniczyły zmienność stóp rynku międzybankowego oraz złagodziły aprecjacyjne ciśnienie na USD. Z drugiej strony, zwiększenie dostępu do funduszy dolarowych ze źródła publicznego, za jaki można uznać płynność dystrybuowaną przez bank centralny, być może opóźnił niezbędną restrukturyzację bilansów banków komercyjnych[105].

Doświadczenia kryzysu finansowego przemawiają zatem za uznaniem roli banków centralnych w globalnej siatce bezpieczeństwa finansowego za istotną i niezbędną. Właśnie rekomendowane przez MFW i G20 *structured approach* pozwoliłoby wyeksponować rolę banków centralnych jako komponentów GFSN. Wskazuje się na potrzebę skoncentrowania dyskusji na wypracowaniu „kodeksu dobrych praktyk" dla uruchamiania bilateralnych porozumień swapowych, co ułatwiłoby ich częściową standaryzację. Całkowita *ex ante* standaryzacja nie jest możliwa ze względu na fakt, że banki centralne w różnych krajach podlegają odmiennym regulacjom prawnym. Współpraca banków centralnych polegałaby zatem na wprowadzeniu pewnego zakresu niezbędnych standardów, jednak nie oznaczałaby *ex ante* zobowiązania banku do uruchomienia linii swapowej (ze względu na ryzyko konfliktu z celami i mandatem banku centralnego).

E. Dorrucci i inni, zastanawiając się nad rolą banków centralnych w koncepcji *global approach*, zwracają uwagę, że:

– żaden mechanizm alokacji płynności międzynarodowej na poziomie globalnym nie będzie efektywny bez pośredniej lub bezpośredniej współpracy banków centralnych. Wynika to z faktu, że tylko banki centralne mają możliwość dostarczania nielimitowanej płynności. Jest to funkcja, której nie mogą substytuować inne instytucje (np. MFW);

– banki centralne nie mogą zobowiązywać się *ex ante* do dystrybuowania płynności międzynarodowej w warunkach kryzysu (np. poprzez ustanawianie *ex ante* kryteriów dostępu do porozumień swapowych lub repo w sytuacji kryzysu systemowego). Doktryna *constructive ambiguity* w zakresie alokacji płynności dewizowej jest niezbędna dla zachowania autonomii polityki pieniężnej i res-

[105] P. McGuire, G. von Peter, *The US dollar shortage in global banking and the international policy response*, „BIS Working Papers" 2009, no. 291.

pektowania natury tej instytucji. Nadmiernie aktywna rola banków centralnych w tym obszarze może generować *moral hazard* na poziomie globalnym.

Nie ulega wątpliwości, że dyskusja nad formułą współpracy banków centralnych, która jest jednocześnie dyskusją nad umiejscowieniem i rolą międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji, musi stać się elementem postkryzysowego przebudowywania międzynarodowego systemu walutowego.

5. Implikacje nierównowag globalnych dla działań podejmowanych na szczeblu regionalnym

Kolejnym – obok działań podejmowanych na szczeblu ponadnarodowym – obszarem działań jest szczebel regionalny. Szczególnie istotne z punktu widzenia nierównowag globalnych i procesów korekcyjnych są działania integracyjne w Azji. Utrzymywanie usztywnionego kursu walut krajów azjatyckich w stosunku do USD stabilizuje kursy walut azjatyckich względem siebie, redukując niepewność. Jest to istotne ze względu na skalę wzajemnych obrotów handlowych i kapitałowych. W rzeczywistości, dla krajów azjatyckich handel regionalny jest ważniejszy niż handel z USA i Europą. Istotne są również coraz intensywniejsze wzajemne powiązania kapitałowe, z Japonią odgrywającą kluczową rolę w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych w regionie. Regionalna integracja stanowi zatem coraz większą siłę napędzającą wzrost gospodarczy w regionie i zależy w dużej mierze od stabilności wzajemnych kursów.

Dotychczasowym problemem integracji regionalnej była niechęć Japonii do uczestnictwa w mechanizmach koordynacji kursów walutowych. Wynika to z przyjętego reżimu kursowego w tym państwie oraz faktu, że waluty pozostałych krajów azjatyckich są niewymienialne (z wyłączeniem dolara singapurskiego) oraz połączone z USD lub koszykiem walut międzynarodowych. Dodatkowo, Japonia ma relatywnie mały sektor zewnętrzny, co czyni ją mniej wrażliwą na wahania kursowe.

Dodatkową komplikację dla procesów integracji regionalnej stanowią bilateralne nierównowagi handlowe wśród krajów azjatyckich. Japonia ma nadwyżki handlowe z krajami azjatyckimi, łącznie z Chinami. Azjatyckie kraje *emerging markets* mają z kolei nadwyżki w handlu z Chinami, lecz deficyty w handlu z Japonią[106]. Ze względu na bilateralne nierównowagi handlowe, kraje *emerging*

[106] Według chińskich statystyk handlowych Chiny odnotowują deficyt handlowy z Japonią. Według statystyk japońskich, Japonia odnotowuje deficyt w handlu z Chinami. Różnica wynika z włączenia Hong Kongu do Chin w statystykach japońskich.

markets mogą być zainteresowane jednoczesną aprecjacją ich walut oraz waluty chińskiej wobec USD. Jednakże, jeśli jen nie ulegałby jednoczesnej aprecjacji, Chiny i inne kraje *emerging markets* nie byłyby zainteresowane jednoczesną aprecjacją swoich walut, z obawy o pogłębienie się ich strukturalnych deficytów handlowych z Japonią. Z kolei dla aprecjacji jena potrzebne są operacje interwencyjne władzy monetarnej, która ostatnio nie jest do nich taka skłonna. Powyższy dylemat odzwierciedla potrzebę włączenia Japonii do regionalnej współpracy walutowej. Z drugiej strony obawa przed „jenizacją" regionu rodzi potrzebę szukania alternatywnych mechanizmów współpracy monetarnej.

Wśród proponowanych inicjatyw mających zwiększyć integrację monetarną w regionie należy wymienić propozycję utworzenia ACU (Asian Currency Unit), koszyka zawierającego USD, euro i jena, w celu stabilizowania kursów walutowych w regionie i uniknięcia okresów niedoszacowania i przeszacowania walut, co odegrało tak istotną rolę w trakcie azjatyckiego kryzysu finansowego. Aktywna postawa Japonii w promowaniu takiej formuły integracji monetarnej w regionie spotkała się ze sceptycznym odbiorem w regionie[107].

Istotnym elementem regionalnej integracji na płaszczyźnie monetarnej ma stać się budowany regionalny rynek obligacji rządowych. Papiery skarbowe byłyby denominowane w USD oraz w walutach lokalnych. Sukces w realizacji tego przedsięwzięcia mógłby stać się istotnym krokiem ku stopniowej dywersyfikacji portfela rezerw, poprzez lokowanie inwestycji portfelowych sektora oficjalnego na rynku azjatyckim.

Kolejne obszary współpracy na płaszczyźnie regionalnej powinny kształtować się na linii USA–Europa–Azja, co wynika ze złożonych relacji gospodarczych tych trzech istotnych uczestników międzynarodowych stosunków gospodarczych. Poszukiwanie właściwej formuły współpracy w tym trójkącie może stanowić istotny krok w zarządzaniu nierównowagami globalnymi na poziomie regionalnym. Usztywnienie kursów azjatyckich walut względem USA powoduje, że przy płynnym kursie euro w stosunku do USD kursy walut azjatyckich zmieniają się razem z USD wobec euro. Kursy walut krajów azjatyckich wobec euro są zatem mniej przewidywalne niż wobec USD. Niepewność kształtowania się kursu walut osłabia bodźce do wzajemnego handlu i inwestycji miedzy Europą a Azją oraz izoluje oba bloki gospodarcze. Dla UGiW kluczowe jest, aby procesy dostosowawcze nie odbywały się ich kosztem. Kluczowe miejsce zajmuje tu właściwe ukształtowanie polityk kursowych w „trójkącie".

S. Collignon akcentuje, że z punktu widzenia globalnego USD musi się deprecjonować wobec walut azjatyckich, euro i jen – aprecjonować. UGiW musi akceptować aprecjację EUR wobec walut azjatyckich, co jest warunkiem dalszego wzrostu gospodarczego w Azji. Autor rozważa kilka opcji[108]:

---

[107] F. Saccomanni, *Managing…*

[108] S. Collignon, *How to handle…*

– przejście walut azjatyckich z „pegu dolarowego" na „peg w stosunku do euro". Rozwiązanie takie generowałoby stabilność monetarną między Europą a Azją, USA dawałoby niezbędną elastyczność dla dostosowań deficytu CA. Jednak, gdyby jen pozostał walutą płynną, mogłoby to zniekształcić przepływy inwestycji między azjatyckimi krajami *emerging markets* a Japonią i negatywnie wpłynąć na wzrost. Tak więc, Japonia musi być częścią nowego porozumienia monetarnego;

– usztywnienie walut azjatyckich w stosunku do koszyka walutowego składającego się z euro i jena. Rozwiązanie to oznaczałoby, że EBC i bank centralny Japonii musiałyby stworzyć porozumienie minimalizujące zmienność ich walut. Rozwiązanie takie stabilizowałoby warunki dokonywania dalszych bezpośrednich inwestycji zagranicznych Japonii w regionie oraz relacje handlowe Europy z Azją. Rozwiązanie takie opiera się na spostrzeżeniu, że gospodarki Europy i Japonii łącznie stanowią atrakcyjną alternatywę dla symbiozy USA-Azja.

Naturalnie, współpraca monetarna na płaszczyźnie europejsko-azjatyckiej musi mieć solidną podstawę instytucjonalną. Oprócz zacieśnionej współpracy między EBC a azjatyckimi bankami centralnymi dobrym forum współpracy mogłaby być ASEM (*Asia-Europe meeting*).[109]

Propozycje zarządzania nierównowagami globalnymi poprzez zmianę ukształtowania relacji kursowych w drodze zawarcia porozumień międzynarodowych, przedstawione przez S. Collignona w Pracach Komitetu ds. Ekonomicznych i Monetarnych przy Parlamencie Europejskim, należy na dzień dzisiejszy uznać jednak za bardzo hipotetyczne i mało realne rozwiązania.

6. Implikacje nierównowag globalnych dla polityk krajowych

Trzecią płaszczyzną działań zmierzających do korekty nierównowag globalnych (obok wymiaru ponadnarodowego i regionalnego) jest płaszczyzna krajowa. Implikacje dla krajowych polityk makroekonomicznych i strukturalnych zostaną przedstawione, zgodnie z analizowanymi wcześniej osiami nierównowag (rozdz. III), w odniesieniu do USA, Chin, Japonii i pozostałych krajów azjatyckich. Dodatkowo zaprezentowane zostaną rekomendacje dla krajów *emerging markets* w Ameryce Łacińskiej, ze względu na wzrastającą rolę tych gospodarek i istotne konsekwencje procesu korekty nierównowag globalnych dla tego regionu.

[109] *Ibidem.*

6.1. Rola USA i Japonii w procesach dostosowawczych

W przypadku USA należy zgodzić się, że kluczowe znaczenie ma wzrost stopy oszczędności. Łatwiej jednak to osiągnąć poprzez redukcję deficytu budżetu fiskalnego niż podwyższanie oszczędności prywatnych, jak wskazuje K. Lutkowski, choćby dlatego, że nie ma łatwego sposobu prędkiego podwyższenia oszczędności prywatnych[110].

Większość ekonomistów jest zgodna, że kluczowe miejsce powinna zająć redukcja deficytu fiskalnego i przekształcenie go w nadwyżkę, albo poprzez redukcję wydatków, albo poprzez wzrost podatków lub oba instrumenty równolegle. Redukcja deficytu fiskalnego powinna przyczynić się do niższych stóp procentowych i osłabienia waluty[111], a także do utrzymania zaufania do amerykańskiej polityki gospodarczej. Kanał zaufania powinien minimalizować ryzyko gwałtownej korekty i ucieczki od USD. Opierając się na wyliczeniach przedstawionych przez Ercega i innych, D. Gros i inni zauważa, że jeśli budżet rządu USA z deficytu rzędu 4,5% PKB w 2004 r. przekształciłby się w nadwyżkę rzędu 10,5%, nastąpiłaby redukcja deficytu CA z 6% PKB w 2004 r. do 3% w przyszłości, co wydaje się założeniem nierealistycznym[112]. Impulsem zmiany realizowanej polityki zarówno w USA, jak i w krajach azjatyckich może być zwiększająca się nierówność w dystrybucji dochodów. Rola polityki monetarnej jest mniej oczywista. Ukierunkowanie się na obniżenie popytu wewnętrznego w polityce banku centralnego może być uznane za sprzeczne z celem wzrostu gospodarczego i zatrudnienia.

Rola Japonii w procesach dostosowawczych sprowadza się do konieczności ożywienia gospodarczego, co szczególnie mogą odczuć gospodarki eksportujące na rynek japoński (Indonezja, Filipiny, w mniejszym stopniu Chiny, Korea, Malezja, Tajlandia i Wietnam) oraz kraje, których struktura eksportu odpowiada kompozycji japońskiego popytu importowego (Chiny, Korea, Singapur, Tajwan, Tajlandia). Wraz z ożywieniem gospodarczym Japonii można spodziewać się aprecjacji jena, co spowoduje, że innym gospodarkom w regionie łatwiej będzie znieść aprecjację ich walut w stosunku do USD. Wraz z ożywieniem gospodarczym, powinny zwiększać się oszczędności gospodarstw domowych.

Rola aktywnej polityki makroekonomicznej w procesach dostosowawczych jest ograniczona poprzez wysoki poziom długu publicznego. Aktywne zarządzanie procesem dostosowawczym jest ograniczone także przez proces starzenia się społeczeństwa japońskiego. Również rola polityki monetarnej w procesie dostosowawczym nie jest oczywista. Oznaki zakończenia się okresu deflacji

---

[110] K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista" 2006, nr 4.

[111] Oczywiście, efekt ten zależy jeszcze od prowadzonej polityki monetarnej.

[112] D. Gros, *How to level the capital playing field in the game with China*, CEPS Commentary, Brusssels, Centre for European Policy Studies, October 2010.

nakazywałyby powrót do polityki dodatniej realnej stopy procentowej, co poprawiłoby efektywność mechanizmów alokacji kredytu i wymusiło bardziej „normalne" zachowanie sektora bankowego. Jednak zważywszy na umiarkowane tempo ożywienia gospodarczego, istnieją obawy, że wzrost stóp procentowych osłabiłby popyt inwestycyjny i tym samym ograniczył rolę Japonii w korekcie globalnej nierównowagi.

6.2. Rola Chin i pozostałych krajów azjatyckich w globalnym procesie dostosowawczym

Formułowane rekomendacje dla Chin dotyczące ich roli w globalnym procesie dostosowawczym charakteryzuje znacznie więcej aspektów niż w przypadku kluczowego kraju deficytowego – USA. Wskazywane są liczne obszary dostosowań zarówno systemowych, jak i w odniesieniu do polityk gospodarczych. Ich waga i hierarchia dla procesu korekty *global imbalances* jest jednak przedmiotem ożywionej dyskusji.

Najczęściej postulowanym elementem procesu dostosowawczego Chin jest wywarcie nacisku na zmniejszenie stopy oszczędzania. Zdaniem W. Cordena[113], rekomendacja ta wypływa z Keynesowskiego podejścia do nadwyżkowych oszczędności. Rekomendacje dotyczące potrzeby obniżenia stopy oszczędności w Chinach budzą kontrowersje, szczególnie wśród zwolenników koncepcji o globalnym niedoborze inwestycji. Jak podkreśla R. Rajan[114], stymulowanie Chin do obniżania stopy oszczędności może być niebezpieczne, jeśli wzrosną stopy inwestycji, gdyż w środowisku zmniejszonych oszczędności może to spowodować wzrost realnych stóp procentowych i ograniczenia perspektyw wzrostu. Dlatego też należy raczej skoncentrować się na tworzeniu korzystnego klimatu inwestycyjnego aniżeli obniżaniu stopy oszczędności. Z kolei B. Eichengreen zauważa, że poziom inwestycji w Chinach osiąga prawie 50% PKB; trudno zatem oczekiwać, że proces dostosowawczy dokona się tylko poprzez wyższe inwestycje. Oznacza to, że proces dostosowawczy musi dokonać się poprzez redukcję oszczędności[115].

Wyzwaniem dla polityki monetarnej jest niedopuszczenie do przegrzania gospodarki, na skutek wyższej inflacji wynikającej ze zwiększonej podaży pieniądza. W tym celu niezbędna jest kombinacja zacieśniania polityki pieniężnej, stopniowej aprecjacji RMB oraz łagodzenia restrykcji w odpływie kapitału.

---

[113] W. Corden, *Those current account imbalances: a skeptical view*, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research Working Paper, no. 13/06, University of Melbourne, 2006.

[114] R. Rajan, *Perspectives on global imbalances*, remarks at the Global Financial Imbalances Conference, London 23.01.2006.

[115] B. Eichengreen, *The blind men and the elephant*, Issues in Economic Policy, The Brooking Institution, no. 1, January 2006.

O. Blanchard i inni proponują „trzystronne" podejście („*three handed approach*") do procesu korekty nierównowagi płatniczej w Chinach, na które składać się powinny[116]:

1) poprawa dostępu podmiotów prywatnych do indywidualnego ubezpieczania się od ryzyka (przede wszystkim wydajny system emerytalny i system opieki zdrowotnej[117]), co spowoduje spadek *precautionary savings*;

2) redukcja lub realokacja inwestycji (od produkcji przemysłowej do inwestycji publicznych w system opieki zdrowotnej i edukację, inwestycje mieszkaniowe i infrastrukturalne);

3) aprecjacja RMB.

Za spadkiem oszczędności będzie przemawiać proces starzenia się społeczeństwa, zgodnie z założeniami modelu cyklu życia (*life cycle model*)[118], oraz rozpoczęty w 2010 r. proces wzrostu płac minimalnych, a także wdrażany w okresie 2011–2015 plan Reformy Redystrybucji Dochodów. Wśród działań zmierzających do obniżenia oszczędności gospodarstw domowych należy wymienić wdrażany od 2006 r., potwierdzony w planie na lata 2011–2015 jako priorytetowy dla kraju, plan *Jednolitego dla mieszkańców wsi i miast systemu zabezpieczeń społecznych*. Plan ten ma za zadanie wprowadzić, do roku 2020, powszechny system ubezpieczeń zdrowotnych oraz powszechny system emerytalny.

Spodziewany spadek stopy oszczędności sektora przedsiębiorstw będzie wynikał ze stopniowego spadku zysków związanych z akcesją kraju do WTO oraz z rozpoczęciem polityki wypłaty dywidend w przedsiębiorstwach państwowych[119]. Działania te powinny sprzyjać transferowaniu oszczędności do bardziej produktywnych zastosowań poprzez rynki finansowe lub ożywieniu konsumpcji.

---

[116] O. Blanchard, F. Giavazzi, *Rebalancing growth in China: a three-handed approach*, MIT Department of Economics Working Paper, 05-32/2005.

[117] Dla przykładu, w 2003 r. tylko połowa miejskiej populacji i 1/5 wiejskiej populacji miała podstawowe ubezpieczenie zdrowotne. Za: R. Lafrance, *China's Exchange rate policy: a survey of the literature*, Bank of Canada, Discussion Paper, no. 5/2008.

[118] W 2010 r. *dependency ratio* (który jest definiowany jako suma populacji w wieku przedprodukcyjnym i poprodukcyjnym podzielona przez populacje pracującą) osiągnął poziom 38,5%. Prognozowany *dependency ratio* w 2050 r. wyniesie 67,7%.

[119] D. Yang i in., *Why are saving rates so high in China?*, Hong Kong Institute for Monetary Research, HKIMR Working Paper, no. 31/2010. Od czasu reformy fiskalnej w 1994 r. przedsiębiorstwa państwowe nie wypłacały akcjonariuszom ani państwu dywidend, finansując nieefektywne inwestycje w sektorze przedsiębiorstw. W niektórych sektorach zyski przedsiębiorstw były ogromne, dzięki dużym subsydiom państwowym, istnieniu konkurencji monopolistycznej i szybkiemu wzrostowi gospodarczemu. Innymi czynnikami wysokich oszczędności sektora przedsiębiorstw jest brak alternatywnych instrumentów finansowych, w tym rynku obligacji przedsiębiorstw.

Znaczenie rozwoju sektora finansowego dla kształtowania narodowych oszczędności jest dyskusyjne. W swoich badaniach N. Loayza i inni[120] wskazują na istotny związek negatywny (im bardziej rozwinięty system finansowy, tym niższa stopa oszczędności), zaś Chinn i inni[121] nie wykazują negatywnego związku.

Do 1994 r. istniał bardzo wysoki popyt ze strony przedsiębiorstw państwowych na kredyty bankowe, który – w dużej mierze na skutek nieefektywnych inwestycji – doprowadził do wzrostu udziału kredytów zagrożonych w portfelu kredytowym banków. Po kryzysie azjatyckim nastąpił wyraźny spadek akcji kredytowej w sektorze bankowym. Niezdolność banków chińskich do przełożenia oszczędności na inwestycje, a tym samym na wypełnienie funkcji pośrednictwa finansowego wynika z faktu, że:

– do niedawna status prawny przedsiębiorstw prywatnych był niższy niż status przedsiębiorstw państwowych,

– brak było wiarygodnych metod oceny bilansów przedsiębiorstw prywatnych, w naturalny sposób skłonnych do unikania opodatkowania[122].

Głównym motorem redukcji oszczędności krajowych musi być sektor publiczny. Rząd powinien stopniowo zwiększać inwestycje w edukację, opiekę zdrowotną, zabezpieczenie społeczne, infrastrukturę (miejską, ale szczególnie na obszarach wiejskich) i budownictwo, z położeniem głównego akcentu na inwestycje importochłonne (np. zakup samolotów i wysyłanie młodzieży na studia zagraniczne)[123]. O. Blanchard i inni[124] wskazują, że Chiny mają duże pole manewru dla polityki fiskalnej, zważywszy na niski poziom długu publicznego. Bardziej ostrożne stanowisko zajmuje H. Genberg i inni[125], twierdząc, że stymulanty fiskalne mogą odegrać pozytywną rolę tylko w krótkim okresie. W długim okresie istnieje niebezpieczeństwo nieefektywności biurokracji. W celu wzrostu *social spending* niezbędna jest współpraca rządu centralnego ze szczeblem samorządowym.

Polityka stymulowania fiskalnego gospodarki rozpoczęta na szeroką skalę w 2009 r. miała na celu utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego w wa-

---

[120] N. Loayza i in., *What drives private saving around the world?*, World Bank Policy Research Working Paper, no. 2309, The World Bank, Washington 2000

[121] M. Chinn, H. Ito, *Current account balances, financial development and institutions: assaying the world's savings glut*", NBER Working Paper, no. 11 761, NBER 2005.

[122] W. Woo, *Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin", Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych*, „Zeszyty BRE Bank-CASE" 2007, nr 93.

[123] *Ibidem.*

[124] O. Blanchard, F. Giavazzi, *Rebalancing growth…*

[125] H. Genberg, R. McCauley, Y. Park, A. Persaud, *Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future*, Geneva Reports on the World Economy 7, CEPR, London 2005.

runkach obniżonego popytu globalnego. W krótkim okresie polityka stymulowania fiskalnego była efektywna, ale w długim okresie powstaje wątpliwość odnośnie do efektywności wydatków publicznych oraz możliwości jej przyczynienia się do powstania bąbli na rynkach aktywów.

Redukcja oszczędności, prowadząca do wzrostu konsumpcji w Chinach, tworzy ryzyko inflacji i przegrzania gospodarki, czemu musi przeciwdziałać aprecjacja waluty. Zatem proces dostosowawczy chińskiej gospodarki wymaga realnej i nominalnej aprecjacji renminbi. Skala aprecjacji powinna zależeć od impulsu fiskalnego i jego wpływu na krajowe oszczędności (poprzez obniżenie *precautionary savings* w następstwie zredukowania niepewności odnośnie do dostarczenia podstawowych usług publicznych)[126]. Dla podtrzymania popytu wewnętrznego, przy deprecjonującym się kursie waluty, kluczowa byłaby ekspansja fiskalna. Pozwoliłoby to podtrzymać stopę wzrostu globalnego przy kurczącym się popycie w USA. Dodatkowo, będzie ona uzależniona od ewolucji wzrostu gospodarczego w USA i kształtowania się jego salda CA.

Problem, czy w procesie dostosowawczym aprecjacja nominalna RMB jest potrzebna, jest dyskusyjny, jak również, czy niezbędna jest zmiana reżimu kursowego (w kierunku płynnego). Argumentem za uelastycznianiem reżimu kursowego jest fakt, że utrzymywanie sztywnego kursu waluty chińskiej w stosunku do deprecjonującego się USD oznacza szybszą ekspansję monetarną w Chinach, co jest zjawiskiem niepożądanym. Zwiększaniu elastyczności RMB powinno towarzyszyć ustanawianie antyinflacyjnego nastawienia w polityce pieniężnej banku centralnego. Rola rewaluacji RMB jest istotna w procesie dostosowawczym, może przyczynić się do spadku napływu kapitału spekulacyjnego i zredukować naciski inflacyjne. Aprecjacja może pomóc gospodarce uniknąć efektu przegrzania wynikającego ze wzrostu konsumpcji. Kanał ten może być efektywnym kanałem dostosowawczym, zważywszy na ogromną ekspozycję Chin na handel międzynarodowy.

Znaczenie większej elastyczności kursowej jako kluczowego elementu procesu dostosowawczego podkreśla w swoim raporcie MFW. W wyniku większej elastyczności kursowej bowiem nastąpiłby wzrost autonomii polityki pieniężnej oraz zredukowanie podatności (*vulnerability*) Chin na dewaluację rezerw walutowych. Rozwiązanie takie ułatwiłoby reformowanie systemu bankowego i wzmocniło stabilność socjalną, gdyż w sytuacji dalszego utrzymywania kursu stałego aprecjacja realna, która jest niezbędna dla procesu dostosowawczego chińskiej gospodarki, musiałaby pochodzić z wyższej inflacji krajowej, co najbardziej odczułaby najuboższa część społeczeństwa, w szczególności gospo-

[126] Innymi słowy, od tego, czy oszczędności chińskich gospodarstw domowych wzrosną jako Ricardiańska odpowiedź na spodziewany przyszły wzrost podatków czy też spadną w wyniku rozwoju *social safety net.*

darstwa domowe na obszarach wiejskich[127]. Analiza EBC podkreśla, że większa elastyczność kursowa spowoduje polepszenie decyzji inwestycyjnych i poprawienie siły nabywczej konsumentów. Niemniej jednak niezwykle istotny jest wybór odpowiedniej sekwencji dla procesów uelastyczniania kursu i liberalizowania przepływów kapitałowych[128]. Z kolei E. Lim i inni podkreślają, że aprecjacja RMB doprowadzi do wzrostu cen towarów *tradables* w stosunku do cen towarów *nontradables*, co przyspieszy wzrost w sektorach *nontradbles*, takich jak usługi[129].

Warto jeszcze przytoczyć kolejny argument za aprecjacją RMB, istotny z punktu widzenia nierównowag globalnych. Ze zwiększonej elastyczności RMB (i pozostałych walut azjatyckich) skorzystałaby Europa, w przypadku której obniżyłaby się ekspozycja na szoki płynące z USA. W swoim dynamicznym modelu równowagi ogólnej B. Markowic i inni wykazali, że wybór reżimu kursowego w Azji ma istotny wpływ na ekspozycję Europy na szoki w USA w przypadku szoków w produktywności towarów sektora *nontradables* w USA, oraz w nieco mniejszym stopniu w przypadku szoku popytowego lub szoku produktywności w sektorze dóbr *tradables* w USA[130].

Nieco osamotniony w poglądach na temat pozytywnej roli aprecjacji RMB w procesie korekty nierównowagi zewnętrznej jest R. McKinnon[131]. Podstawowy argument za stabilizowaniem kursu walutowego upatruje w występowaniu zjawiska *currency mismatches*. Dostrzega niebezpieczeństwo, że oczekiwania na aprecjację waluty zniwelują naturalną tendencję dla wzrostu płac (oraz cen w sektorach *nontradables*, na skutek efektu Balassy-Samuelsona), który odpowiadałby wzrostowi produktywności. R. McKinnon przypomina, że scenariusz taki byłby *deja vu* w procesach dostosowawczych gospodarki globalnej. Występująca od lat 80. stopniowa aprecjacja jena podkopała zdolność dostosowywania relatywnych cen do przywracania międzynarodowej konkurencyjności między Japonią a USA, a w efekcie końcowym przyczyniając się do nacisków deflacyjnych. Efekty dochodowe aprecjacji waluty krajowej wobec światowej waluty

---

[127] IMF, *People's Republic of China: 2006 Article IV Consultation – Staff Report*, Staff Statement and Public Information Notice on the Executive Board Decision, IMF Country Report, no. 06/394, 2006.

[128] *Putting China's economic expansion in perspective*, ECB, Monthly Bulletin, January 2007.

[129] E. Lim, M. Spence, R. Hausmann, *China and the global economy: medium – term issues and options – a synthesis report*, Centre for International Development at Harvard University (CID) Working Paper, no. 126/2006.

[130] B. Markovic, L. Povoledo, *Does Asia's choice of exchange rate regime affect Europe's exposure to US shocks?*, Bank of England, Working Paper, no. 318/2007. W swoim modelu autorzy wykazują także, że jeśli Chiny utrzymałyby sztywny kurs waluty w stosunku do USD, miałoby to nieznaczny wpływ na zmienność produkcji i inflacji w Europie, które zależą głównie od szoków krajowych.

[131] R. McKinnon, *China's exchange rate appreciation in the light of the earlier Japanese experience*, Centre for European Economic Research (ZEW) Discussion Paper, no. 06-035, 2006.

rezerwowej są na tyle silne dla międzynarodowego pożyczkodawcy, że wpływ aprecjacji na bilans handlowy jest wysoce wątpliwy. R. McKinnon rekomenduje ustanowienie kursu walutowego jako nominalnej kotwicy, zezwalając walucie na fluktuowanie w zakresie odpowiadającym różnicy w stopie inflacji w USA i krajowym celu inflacyjnym.

Warto jeszcze przytoczyć badania I. Angeloniego i innych, z których wynika, że spadek stopy oszczędności powinien odegrać kluczową rolę w procesie osiągania równowagi kraju, niezależnie od typu reżimu kursowego. W warunkach elastycznego reżimu kursowego redukcja bilateralnego deficytu CA między USA a Chinami nie jest większa niż w warunkach reżimu stałego, jednak jest szybsza (ponieważ RMB aprecjonuje się w ujęciu nominalnym wobec USD, zamiast w ujęciu realnym, poprzez krajową inflację). Ponadto, tylko w ramach reżimu elastycznego Chiny są w stanie kontrolować inflację wynikającą z większego popytu wewnętrznego. Stanowi to istotny argument w dyskusji nad rolą poszczególnych elementów procesu dostosowawczego z punktu widzenia *global imbalances*: jedynie Chiny korzystają z większej elastyczności kursowej przy przeprowadzaniu reform stymulujących popyt wewnętrzny, dla USA jest to czynnik neutralny[132].

Y. Yongding akcentuje z kolei znaczenie odejścia od preferencyjnej polityki w stosunku do przyciągania zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Chin. Kluczowe byłoby wyrównanie warunków funkcjonowania krajowych inwestycji i bezpośrednich inwestycji zagranicznych w zakresie dostępu do kredytu, opodatkowania, wymogów ochrony środowiska[133].

Inną ścieżką obniżenia tempa akumulacji rezerw i udziału w globalnych procesach dostosowawczych jest kontrolowana liberalizacja przepływów kapitałowych[134]. Jest to o tyle realna ścieżka eliminacji nierównowagi zewnętrznej, że zyskuje coraz większą aprobatę międzynarodowych instytucji nadzorujących msw (na czele z MFW). E. Prasad i inni[135] formułują interesującą propozycję kontrolowanej liberalizacji rachunku kapitałowego. Proponują sekurytyzację napływów kapitałowych poprzez ustanowienie zamkniętych funduszy inwesty-

---

[132] I. Angeloni, *Global currencies…*

[133] Y. Yongding, *Global imbalances and China*, „The Australian Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1.

[134] Chiny stosowały strategię stopniowej liberalizacji przepływów kapitałowych od 1996 r. W 1996 r. RMB stał się walutą wymienialną w zakresie transakcji bieżących. Od tego czasu regulacje dotyczące rachunku kapitałowego były stopniowo liberalizowane. W pierwszej kolejności dokonano deregulacji napływu i odpływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Następnie, poluzowane zostały regulacje dotyczące napływu kapitału krótkoterminowego. W 2006 r. Chiny otworzyły rynek dla zagranicznych banków, łagodząc wymogi odnośnie do zakładania banków przez podmioty zagraniczne. W 2007 r. poszerzono kanały odpływu kapitału, poprzez wprowadzenie kwot dla kwalifikowanych krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych.

[135] E. Prasad, R. Rajan, *Controlled capital account liberalization: a proposal*, International Monetary Fund Discussion Paper 05/07/2005.

cyjnych (*closed-end investment funds*) w kraju odbiorcy (*recipient country*). Rezydenci kupowaliby udziały w funduszach, z kolei fundusze kupowałyby walutę zagraniczną i zagraniczne aktywa. Zaletą takiego rozwiązania byłoby to, że obniżyłoby koszty sterylizacji i dywersyfikacji ze strony inwestorów krajowych. Dla banku centralnego oznaczałoby możliwość kontrolowania tempa i rozmiaru napływów kapitałowych. Kontrola napływu „gorącego" kapitału mogłaby zredukować przezornościowy popyt na rezerwy, poprzez zredukowanie pasywów obarczonych dużym ryzykiem przyczynić się do zredukowania *global imbalances* i wzmocnić stabilność systemową.

BIS w swoim Raporcie zwraca z kolei uwagę na kluczową rolę wzmacniania infrastruktury rynku finansowego poprzez rozwijanie rynku derywatów walutowych, co pozwoliłoby redukować realne koszty wynikające z większej elastyczności nominalnego kursu walutowego[136]. W dokumencie tym kontrola napływów kapitału jest uznana za „ostatnią linię obrony" w zarządzaniu ryzykiem wynikającym z nierównowag finansowych. W krótkim okresie, w wyjątkowych sytuacjach, można wykorzystać restrykcje w napływie kapitału. Jednakże w długim okresie, jak wskazują doświadczenia, kontrola kapitału w decydującej mierze powoduje zmianę kompozycji przepływów kapitałowych brutto aniżeli ich rozmiar. Jednocześnie, nie można jednoznacznie stwierdzić, że zmiana kompozycji przepływów kapitału sprzyja obniżaniu ryzyka niedopasowań bilansowych. Ponadto, kontrola napływów kapitału wpływa jedynie na przepływy kapitałowe typu *cross-border* (transakcje między rezydentami a nierezydentami), nie wpływa zaś na transakcje krajowe i warunki monetarne, co często stanowi istotniejszy komponent w narastaniu nierównowag finansowych[137].

Niewątpliwie istotną rolę w procesie korekty nierównowagi powinna odegrać reforma systemu finansowego. Kluczowe miejsce zajmie wyłonienie się i wzrost konkurencyjnego sektora prywatnych banków krajowych, które dostarczałyby kredytów na inwestycje, pozwalające zmniejszyć oszczędności. Obecnie zaangażowanie sektora państwowego w pośrednictwo finansowe jest ogromne – 73% kredytów bankowych jest udzielanych przez banki państwowe[138]. W. Woo i inni rekomendują, aby po procesie rekapitalizacji czterech banków państwowych, przynajmniej dwa z nich zostały przekształcone w kilka banków regionalnych, które następnie zostałyby sprywatyzowane. Jednocześnie powinno nastąpić złagodzenie przepisów prawnych dotyczących zakładania nowych banków

[136] *The risks of international imbalances…*

[137] *Ibidem.*

[138] McKinsey & Company, *Putting China's capital to work: the value of financial system reform*, Executive Summary, McKinsley Global Institute, May 2006. Istotna rola sektora państwowego w alokacji kredytów powoduje, że polityka monetarna jest nieefektywna. Zmiany stóp procentowych nie mają wpływu na poziom oszczędności i inwestycji tak długo, jak udział sektora państwowego w PKB i alokacji kredytów będzie duży.

i deregulacja stóp procentowych. Kluczowe jest jednak, aby liberalizacja sektora finansowego nie przebiegała szybciej od zdolności państwa do rozwoju regulacji finansowej[139].

Kolejne działanie Chin mogące istotnie wpłynąć na nierównowagi globalne dotyczy możliwości przyczynienia się, poprzez internacjonalizację waluty krajowej, do wytworzenia się prawdziwie wielodewizowego systemu walutowego. W literaturze dotyczącej warunków internacjonalizacji waluty dominuje pogląd, że bez uprzedniego dokonania się liberalizacji przepływów kapitałowych i uelastycznienia kursu walutowego nie może się dokonać proces internacjonalizacji waluty. S. Valle dowodzi jednak, że RMB może uzyskać pewien stopień internacjonalizacji i odegrać istotną rolę jako waluta-kotwica na płaszczyźnie regionalnej, w okresie najbliższych 10–15 lat, pomimo utrzymywania przez Chiny relatywnie zamkniętego systemu finansowego i umiarkowanego stopnia elastyczności i wymienialności waluty[140]. Również I. Angeloni i inni[141] argumentują, że restrykcje w przepływie kapitału i usztywnienie kursu nie stanowią czynnika hamującego proces internacjonalizacji RMB. Proces internacjonalizacji może się uruchomić przy istnieniu powyższych ograniczeń. Jednakże, w warunkach powyższych ograniczeń, Chiny powinny skoncentrować wysiłki na:

– rozwijaniu finansowych rynków *offshore*. Krok taki pozwoli pogłębiać i poszerzać rynki kapitałowe, dzięki czemu RMB będzie mógł realizować funkcję miernika wartości i jednostki rozrachunkowej. Zwiększanie płynności i głębokości rynków jest istotne, szczególnie jeśli Chiny chciałyby internacjonalizować walutę, zachowując jednocześnie duży zakres kontroli na rachunku finansowym;

– reformowaniu krajowego systemu finansowego. Działania w tym obszarze powinny być ukierunkowane na zwiększanie roli sektora prywatnego w dystrybucji i alokacji kredytu oraz modernizowanie i rozwijanie infrastruktury rynkowej. Plan uczynienia z Szanghaju centrum finansowego regionu do roku 2020 może odegrać katalizującą rolę dla pogłębiania rynków finansowych w Chinach;

– wzmacnianiu monetarnej roli w regionie. Istotne jest zwiększanie roli RMB jako waluty odniesienia (*anchor currency*). Istotną, ale niewystarczającą rolę odgrywa tutaj multilateralizacja Chiang Mai Initiative (CMIM), głównie ze względu na małą skalę wykorzystania bilateralnych porozumień swapowych w regionie.

M. Fratzscher i inni wykazują, że kurs RMB stał się punktem odniesienia dla kształtowania się kursów walutowych i polityki monetarnej w azjatyckich

---

[139] W. Woo, *China's macroeconomic imbalances: the liquidity tango mechanism*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad the Hague, 2006.

[140] S. Valle, *The path of internationalisation of the RMB*, Background paper prepared for the report *Reforming the international monetary system: options and implications*, April 2011.

[141] I. Angeloni, *Global currencies*…

krajach *emerging markets* od 2005 r., a w jeszcze większym stopniu od czasu kryzysu finansowego. Waluty krajów azjatyckich *de jure* są powiązane z USD (tworząc *East Asian dollar standard*), ale *de facto* są uzależnione od kształtowania się RMB. Wyniki badań potwierdzają „hipotezę dominacji Chin" (*China's dominance hypothesis*) i pogląd, że obecny system walutowy już jest trójbiegunowy (gdzie USD jest waluta globalną, EUR i RMB walutami regionalnymi). Autorzy wykazują również, że ruchy waluty chińskiej są w pewnym stopniu kształtowane przez pozostałe waluty azjatyckie, zatem związek przyczynowy kształtowania się kursów w regionie jest dwukierunkowy, aczkolwiek asymetryczny[142]. Hipoteza dominacji RMB nie oznacza jednak, że jego wpływ na warunki monetarne w regionie będzie silniejszy od wpływu USD. Analogicznie, w latach 80. w Europie ruchy niemieckich stóp procentowych miały najsilniejszy wpływ na kształtowanie się stóp procentowych krajów UE, jednak amerykańskie stopy procentowe miały także silny wpływ. Hipoteza dominacji waluty w regionie ma zatem relatywny charakter, może współistnieć z dominacją waluty międzynarodowej. Oznacza to, że niezależnie od wpływu USD na gospodarki azjatyckie RMB może mieć silny i wzrastający wpływ w regionie.

Jednak w dłuższej perspektywie, w celu pełniejszego zyskiwania statusu waluty międzynarodowej, Chiny muszą podejmować kolejne działania, takie jak:

1. Wprowadzenie wymienialności waluty, całkowitej otwartości finansowej i elastyczności kursowej. Otwartość finansowa jest niezbędna, jeśli Chiny będą nadal kontynuowały osiąganie nadwyżki na rachunku obrotów płatniczych nie byłoby możliwe pogłębienie rynku aktywów denominowanych w RMB bez dwukierunkowej mobilności przepływów kapitału. Dominująca waluta międzynarodowa nie może być jednostronnie związana kursem sztywnym z inną walutą. Kontrola przepływów kapitału z czasem musi być liberalizowana tak, aby umożliwić zatarcie różnicy między transakcjami *offshore* i *onshore*.

2. Emitowanie wysokiej jakości aktywów. Emitent głównej waluty międzynarodowej musi emitować liczne wysokiej jakości aktywa, co stanowi warunek wyjściowy dla wypełnienia funkcji środka akumulacji. Tak długo, jak

[142] M. Fratzscher, A. Mehl, *China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system*, ECB Working Paper Series, no. 1392, October 2011. Hipoteza ta stanowi nawiązanie do hipotezy dominacji DEM (*German Dominance Hypothesis*), która opisywała dominującą rolę DEM w Europie w latach 1980–1990. Hipoteza ta nie może być weryfikowana w analogiczny sposób jak DEM, czyli poprzez korelację stóp procentowych i agregatów pieniężnych, ze względu na regulację i segmentację rynków pieniężnych, kredytowych i innych rynków finansowych w Chinach. Wysoki stopień zamknięcia rachunku kapitałowego sugeruje, że krajowe warunki monetarne i finansowe nie są łatwo transmitowane za granicę. Hipoteza jest weryfikowana nie na podstawie wszystkich funkcji waluty międzynarodowej, lecz roli RMB jako waluty kotwicy (*anchor currency*) i mierzenia wpływu kursu RMB na politykę kursową pozostałych krajów i globalną konfigurację kursów walutowych.

Chiny są kredytodawcą netto względem reszty świata i utrzymują kontrole odpływów kapitału, nie będą mogły wypełniać tej funkcji. Niezbędna jest zatem redukcja kontroli przepływów kapitału, umożliwiająca dwukierunkowe przepływy oraz/i dokończenie wewnętrznego procesu dostosowawczego w gospodarce, zmierzającego do obniżenia stopy oszczędności.

3. Wprowadzenie wiarygodnego, akceptowanego systemu prawnego, zapewniającego przewidywalność i sprawne egzekwowanie roszczeń.

4. Wzrost zaangażowania międzynarodowego w sprawy monetarne i finansowe. Może to zostać osiągnięte m.in. poprzez większe zaangażowanie w międzynarodowych instytucjach finansowych, np. w ramach G20.

Dodatkowo, istotne znaczenie dla internacjonalizacji RMB ma zliberalizowanie mechanizmu stopy procentowej. Obecnie polityka stopy procentowej banku centralnego Chin ma ograniczony wpływ na strukturę rynkowych stóp procentowych.

Na skutek stopniowej internacjonalizacji waluty Chiny mogą osiągnąć pięć celów strategicznych:

– zredukować zależność od USD (wyjść z „pułapki dolara"),

– stworzyć alternatywny popyt na rynkach zagranicznych,

– doprowadzić do wzrostu wpływów Chin w Azji i gospodarce globalnej (np. poprzez spodziewane włączenie RMB do koszyka SDRów przy następnej rewizji w 2015 r.),

– ustanowić z Szanghaju centrum finansowe będące w stanie konkurować z Londynem i Nowym Jorkiem,

– dokonać transformacji wewnętrznej gospodarki, z gospodarki opartej na eksporcie towarów w kierunku gospodarki opartej na usługach i popycie wewnętrznym.

Poprzez osiąganie powyższych celów, internacjonalizacja RMB może jednocześnie stabilizować msw, redukując międzynarodową nierównowagę płatniczą. Pozytywny wpływ internacjonalizacji RMB na nierównowagę globalną powinien wynikać także z faktu, że Chiny – jako kraj trwałych nadwyżek płatniczych – doświadczałby aprecjacji kursu (na skutek wzrostu popytu na aktywa denominowane w RMB), co pozwoliłoby odblokować proces dostosowawczy.

Dotychczasowe inicjatywy promujące internacjonalizację RMB charakteryzuje dwutorowość: równoległe inicjatywy zwiększające wykorzystanie RMB w handlu międzynarodowym oraz w międzynarodowych inwestycjach. Strategia internacjonalizowania RMB opiera się na stworzeniu rynku *offshore* w Hong Kongu, który stanowi „laboratorium" dla podejmowanych działań[143]. Stworzenie rynku *offshore* pozwala na stopniową internacjonalizację waluty, przy zachowa-

[143] W tym kontekście porównuje się rolę Hong Kongu w internacjonalizacji RMB do roli Londynu w internacjonalizacji USD.

niu kontroli nad wpływem procesu na gospodarkę krajową i zwiększaniem zainteresowania zagranicy walutą krajową[144].

Wśród podejmowanych od tej pory inicjatyw należy wymienić:

– ułatwienie rozliczeń w handlu. Nierezydenci mogą posługiwać się RMB w celach rozliczeń eksportu i importu z Chinami,

– emisję obligacji denominowanych w RMB w Hong Kongu,

– ustanowienie walutowego rynku *offshore* w RMB,

– ułatwienie ustanawiania inwestycji bezpośrednich w RMB,

– ekspansję zasad tzw. *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII). QFII został wprowadzony w 2002 r. Zezwalał wybranym inwestorom międzynarodowym na dostęp do „akcji – A"[145] denominowanych w RMB notowanych na giełdzie papierów wartościowych, do pewnej wysokości zaangażowania. QFII stanowi zatem początek otwierania krajowego rynku kapitałowego.

Emisja obligacji w RMB rozpoczęła się w 2005 r., wraz z utworzeniem drugiego etapu Azjatyckiego Funduszu Obligacji (*Asian Bond Fund* 2 – ABF2). Podczas gdy emisja obligacji w ramach ABF 1 była dokonywana w USD, w ramach ABF2 można wykorzystywać 8 walut lokalnych (Chin, Hong Kongu, Indonezji, Korei, Malezji, Filipin, Singapuru i Tajlandii) do denominowania emisji obligacji (rządowych i *quasi*-rządowych) na lokalnych rynkach. Niezależnie od powyższych działań wspierających regionalną integrację finansową, od 2007 r. RMB jest wykorzystywany do emisji obligacji w Hong Kongu przez narodowe banki rozwoju i banki komercyjne (coraz częściej także przez chińskie instytucje niefinansowe). Pierwszym takim działaniem była emisja obligacji przez Chiński Bank Rozwoju, następnie inne banki: Export-Import Bank of China, Bank of China. Rynek obligacji *offshore* jest zdominowany jak dotąd przez emitentów pochodzących z Chin (stanowiących 80% ogółu emitentów), aczkolwiek coraz częściej pojawiają się emitenci z innych krajów (np. Deutsche Bank, Citigroup, JP Morgan Chase).

Akumulacja RMB poza granicami Chin, dokonująca się na rynkach: walutowym (kilka rodzajów transakcji), obligacji i akcji wskazuje, że kontrola przepływów kapitału, ograniczając arbitraż na globalnych rynkach finansowych, istotnie wpływa na ceny kształtujące się w poszczególnych segmentach rynku finansowego. Ceny na walutowym rynku *offshore* istotnie różnią się od cen *onshore* zarówno w kursach spot, jak i forward. Dla przykładu, w okresie: od uruchomienia rynku walutowego *offshore* w Hong Kongu, 11 lipca 2010 do

---

[144] M. Otero-Iglesias, *The internationalisation of the renminbi (RMB): a strategy of crossing the river by feeling the stones*, Paper prepared for the 1st Internaional Electronic Symposium on Chinese Politics, March 2010.

[145] Akcje notowane na giełdzie w Chinach (*onshore*) nazywane są akcjami A (*A shares*), zaś na giełdzie w Hong Kongu akcjami H (*H shares*).

listopada 2011, premia na kursie spot RMB w Hong Kongu (CNH) w stosunku do kursu spot RMB w Szanghaju (CNY) wynosiła od –1,9 do 2,6%, średnio 0,2% w wartościach absolutnych. Również kursy forward na obu rynkach walutowych różniły się, średnio 0–1% w wartościach absolutnych. Kształtowanie się cen chińskich obligacji skarbowych także świadczy o segmentacji rynków *onshore* i *offshore*. Pierwsza emisja obligacji denominowanych w RMB charakteryzowała się wyższą dochodowością od emisji plasowanej na rynku krajowym, jednak następne aukcje charakteryzowała niższa dochodowość obligacji na rynku *offshore* w stosunku do rynku krajowego. Odzwierciedlając (i demonstrując) brak dostępu do rynku obligacji *onshore*, inwestorzy w Hong Kongu płacą premię za chińskie obligacje skarbowe. Różnice w cenach akcji między rynkami *offshore* i *onshore* także wskazują na efektywność kontroli kapitałów[146].

O dokonującym się procesie internacjonalizacji RMB świadczy też wzrost udziału cyrkulacji RMB w zagranicznym obiegu pieniężnym. Dla przykładu, szacuje się, że 60% gotówki w obiegu w Mongolii stanowi RMB. Dokładne szacunki skali cyrkulacji RMB w gospodarkach sąsiednich są niemożliwe do przeprowadzenia, gdyż jest on walutą niewymienialną.

Hong Kong jest także rynkiem *offshore*, na którym mogą być zakładane depozyty bankowe w RMB[147]. Wzrost depozytów w RMB na rynku *offshore* w Hong Kongu (z 895 mln RMB w 2004 do 78 mld w 2008 r.), wynikający z napływu netto RMB do Hong Kongu (w wyniku nadwyżki denominowanego w RMB importu w stosunku do denominowanego w RMB eksportu), świadczy do dokonującym się procesie internacjonalizacji kanałem handlu. Obecnie 3% handlu Chin z sąsiednimi krajami *emerging markets* jest denominowane w RMB, jednak szacuje się, że jeśli zachowana zostanie dotychczasowa dynamika wzrostu rozliczeń handlu w RMB, w ciągu 3–5 lat rozliczenia te będą stanowiły już ponad połowę handlu[148]. Jednakże większa skala denominowania w RMB importu niż eksportu, świadcząca o tym, że partnerzy handlowi są bardziej skłonni akumulować należności w RMB niż pozwalać narastać zobo-

[146] R. McCauley, *Renminbi internationalisation and China's financial development*, „BIS Quarterly Review", December 2011.

[147] Od 2004 r., kiedy 32 banków zostało upoważnionych do oferowania depozytów w RMB, dokonywania wymiany waluty i przelewów. Ostatnio, kilka państwowych banków komercyjnych (w szczególności Bank of China) rozpoczęło także wypłacanie RMB w krajach zachodnich. Np. oddział Bank of China w Nowym Jorku zezwala podmiotom indywidualnym na wypłacanie RMB według limitów: do 4000 USD dziennie, rocznie do 20 000 USD. Dla przedsiębiorstw zaangażowanych w wymianę handlową nie ma limitów w wypłacie gotówki w RMB, pod warunkiem, że służy ona dokonywaniu rozliczeń handlowych, a nie celom spekulacji.

[148] I. Angeloni, *Global currencies*…

wiązaniom w RMB, sprowokowała pytanie, czy czasem nie mamy do czynienia ze skrzywioną internacjonalizacją (*lopsided internationalisation*)?[149]

Chiny podjęły także działania zwiększające rolę kraju w dostarczaniu płynności, poprzez uczestnictwo w procesie multilateralizacji Chiang Mai. Zobowiązanie do podstawiania waluty dla celów płynnościowych w ramach bilateralnych porozumień swapowych[150] oraz wykorzystanie waluty do denominowania obligacji emitowanych w Azji, będące wyrazem zaangażowania Chin w proces regionalnej współpracy monetarno-finansowej, świadczą o wykorzystywaniu RMB przez nierezydentów w funkcji waluty przejścia (*vehicle currency*).

Ponadto, jak już wspominano, w okresie kryzysu finansowego Chiny zaangażowały się w dostarczanie płynności w RMB w ramach porozumień swapowych między bankami centralnymi (działanie niezwiązane z CMI). Dostarczanie pomocy płynnościowej w czasie kryzysu finansowego świadczy o gotowości Chin do wypełniania funkcji *lender of last resort*.

Tabela 42. Linie swapowe Banku Ludowego Chin (w mld CNY) w latach 2008–2009

Hong Kong	200
Korea Płd	180
Indonezja	100
Malezja	80
Argentyna	70
Białoruś	20

Źródło: H. Gao, *Internationalisation of the renminbi*, „BIS Papers", December 2011, no. 61.

Dodatkowo, w okresie 2010–2011 bank centralny Chin uruchomił linie swapowe z Islandią, Singapurem, Nową Zelandią i Uzbekistanem. Działania te świadczą o świadomej strategii pozyskiwania rynków stanowiących alternatywę dla popytu pochodzącego z USA. Są to rynki wschodzące, o wysokiej dynamice wzrostu. Zestawienie zakresu internacjonalizacji RMB, w kontekście funkcji waluty międzynarodowej (najbardziej rozpowszechnionej metody analizy funkcji waluty międzynarodowej) prezentuje tabela 43.

[149] Określenie to zostało ukute w latach 80. przez E. Sakakibare w odniesieniu do procesu internacjonalizacji jena japońskiego. Dotyczyło obaw, czy czasem reszta świata może być skłonna akumulować japońskie aktywa, zaś niechętnie postrzegać japońskie pasywa. Za: R. McCauley, *The internationalisation of the renminbi*", Paper prepared for the 2nd Annual International Conference on the Chinese Economy *Macroeconomic management in China: monetary and financial stability issues*, Hong Kong, 14.01.2011.

[150] Do lipca 2007 r. Chiny podpisały bilateralne porozumienia swapowe (BSA) na kwotę 23,5 mld USD z Japonią, Koreą, Tajlandią, Malezję i Filipinami, w ramach CMI. Większość porozumień była zawarta w USD, ale niektóre także w RMB.

Tabela 43. Zakres międzynarodowego/regionalnego wykorzystania RMB

Funkcja waluty	Wykorzystanie przez sektor oficjalny	Wykorzystanie przez sektor prywatny
Środek akumulacji	Rezerwy walutowe • Żadne	Substytucja walutowa i waluta inwestycyjna • Depozyty w Hong Kongu • Pożyczki w Hong Kongu • Emisja obligacji przez banki komercyjne • Emisja obligacji skarbowych (ABF2) • Emisja akcji (poprzez QFII)
Środek płatniczy	Waluta przejścia • Bilateralne linie swapowe w ramach CMI • Bilateralne linie swapowe między bankami centralnymi	Waluta fakturowania • Rozliczanie transakcji
Miernik wartości	Denominator kursów walutowych • Żadne	Kwotowanie cen

Źródło: jak w tab. 42.

Dyskusyjne jest, czy wzrost depozytów i obligacji denominowanych w RMB w Hong Kongu dokładnie jest odzwierciedlony we wzroście rezerw walutowych w Chinach (co by świadczyło o akomodacyjnym popycie *offshore* na RMB w warunkach danej polityki kursowej), czy też nie jest (wzrost rezerw walutowych mniejszy od zasobu depozytów i obligacji). Niezależnie od powyższych wątpliwości internacjonalizacja RMB prowadzi do wzrostu rezerw, wzrostu długiej pozycji walutowej Chin i wynikającego z tego wzrostu ryzyka wyceny. Ponadto, każdy „powrót" RMB do Chin oznacza konieczność sterylizacji pieniądza przez bank centralny[151]. Proces internacjonalizacji odbywający się zatem w ramach utrzymywanych restrykcji kapitałowych i stabilizowanego reżimu kursowego, paradoksalnie prowadzi do wzrostu skali akumulacji rezerw, co z globalnego punktu widzenia podtrzymuje nierównowagi globalne i nie stabilizuje msw. Efektywność kontroli przepływu kapitału pozwala władzy monetarnej na ustanawianie pułapów stóp depozytowych i limitowanie kredytów oraz racjonowanie dostępu do krajowego rynku obligacji. Kontrola napływu RMB ogranicza wpływ rynku obligacji *offshore* na krajowy rynek obligacji, a tym samym na równowagę między rynkiem kredytów bankowych a rynkiem papierów wartościowych. Dzięki temu, że akumulacja RMB na bankowych rynkach *offshore* przybiera formę depozytów, nie przenika rynkami międzybankowymi oraz bezpośrednimi kanałami pożyczkowymi *cross-border* do krajowego systemu bankowego, nie komplikuje polityki monetarnej i kontroli kredytu

[151] R. McCauley, *The internationalization*…

w gospodarce. Z czasem jednak, wraz z pogłębianiem procesu liberalizacji kapitału i internacjonalizacji waluty, prowadzenie polityki pieniężnej niewątpliwie zostanie utrudnione. Im bardziej RMB z rynków *offshore* będą przenikać do rynku *onshore*, tym większe znaczenie będą miały ceny kształtujące się na rynkach *offshore*. Oznacza to, że o ile w początkowej fazie internacjonalizacji Hong Kong może stanowić „laboratorium" dla dokonującego się procesu, o tyle z czasem jego zdolność absorbowania RMB może zostać przekroczona, co może generować niestabilne boomy na rynkach aktywów i niestabilność finansową.

Wśród zalet internacjonalizacji RMB dla Chin H. Gao i inn[152] wymieniają:

– dla przedsiębiorstw: obniżenie ryzyka kursowego, poprzez większy zakres wyrażania transakcji handlowych i finansowych w RMB. Powoduje to, że pożyczkobiorca z zagranicy dzieli ryzyko kursowe z rezydentami. W warunkach utrzymujących się nadwyżek płatniczych (handlowych i kapitałowych) oraz kontroli przepływu kapitału, internacjonalizacja waluty stanowi instrument poszerzenia ryzyka (*spreading the risk*);

– wzrost transakcji *cross-border*, co spowoduje wzrost bilateralnych transakcji handlowych, finansowych, stymulujących dalszą wymianę gospodarczą i rozwój gospodarczy;

– dla władzy monetarnej: wzrost dochodów z seignioragu oraz umożliwienie zachowania wartości zakumulowanych rezerw walutowych. Może to minimalizować ryzyko wynikające w gwałtownej korekty USD, powodujące stratę kapitałową z tytułu zakumulowanych rezerw. Argument ten bazuje na założeniu, że jeśli RMB stanie się walutą międzynarodową, zdolną (na równi z USD i EUR) absorbować płynność międzynarodową, Chiny będą w stanie stopniowo wymieniać zakumulowane rezerwy walutowe bez ponoszenia straty finansowej. Działanie takie, bez internacjonalizacji RMB oznaczałoby wzrost wartości RMB, osłabienie sektora eksportowego, uruchomienie wyższej inflacji, czemu sprzyjałby słabo rozwinięty system finansowy. Internacjonalizacja RMB może stanowić zatem sposób wyjścia z „pułapki dolarowej" (*dollar trap*).

Argument ten, zdaniem F. Song nie jest przekonujący. Ewolucja msw w kierunku systemu prawdziwie wielodewizowego nie jest w stanie wpłynąć na rezerwy już zakumulowane. Może jedynie oddziaływać na przyszłe strategie akumulacyjne. W przypadku kraju o zinternacjonalizowanej walucie korzyść polega na potencjalnej możliwości obniżenia popytu na rezerwy (jak to jest widoczne np. w odniesieniu do krajów rozwiniętych). O tym jednak, czy internacjonalizacja rzeczywiście spowoduje spadek popytu kraju na rezerwy walutowe decydują motywy akumulacji[153].

---

[152] H. Gao, *Internationalisation of the renminbi*, „BIS Papers", December 2011, no. 61.

[153] F. Song, *Comments on paper: "Internationalisation of the renminbi" presented by R. McCauley*, w: *Currency internationalization: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific*, „BIS Papers", December 2011, no. 61.

Proces internacjonalizacji RMB może także służyć budowie krajowego systemu finansowego. Dla przykładu, rozwój rynku obligacji w Hong Kongu może wpłynąć na rozwój systemu finansowego w Chinach poprzez:

– tworzenie infrastruktury, pomoc w wprowadzaniu zasad dokonywania transakcji na rynku obligacji;

– przyspieszanie tempa otwierania rynków kapitałowych w Chinach oraz wprowadzania wymienialności z tytułu transakcji rachunku kapitałowego.

Na skutek internacjonalizacji może wzrosnąć efektywność chińskich instytucji finansowych; mając większy dostęp do aktywów denominowanych w RMB wzrośnie ich innowacyjność i międzynarodowa konkurencyjność. Może to służyć promowaniu ekspansji sektora chińskich usług finansowych. Wreszcie, wraz z liberalizowaniem przepływów kapitału „powracające RMB" będą mogły spowodować spadek ryzyka zaciągania pożyczek w walucie zagranicznej. Spadnie koszt finansowania na skutek zmiany kompozycji portfela w kierunku aktywów denominowanych w walucie krajowej.

Wśród kosztów ponoszonych przez kraj emitujący walutę międzynarodową należy wymienić (oprócz wspomnianego utrudnienia realizacji polityki pieniężnej poprzez zredukowanie kontroli nad agregatami monetarnymi i ograniczenie autonomii w ustanawianiu stóp procentowych) fluktuacje w popycie na walutę, większą trudność w utrzymaniu równowagi zewnętrznej, większą ekspozycję na szoki, wynikające z międzynarodowych przepływów kapitałowych.

W przypadku pozostałych krajów azjatyckich *emerging markets* należy zauważyć, że cechuje je „ostrożność fiskalna": charakteryzują się (oprócz Filipin) niskim poziomem długu publicznego. Rola aprecjacji walut jako komponentu korekty nierównowag globalnych jest dyskusyjna. Jak już podkreślano w dotychczasowych rozważaniach, kraje te nie są skłonne dopuścić do aprecjacji walut wobec renminbi, gdyż Chiny są ich konkurentem zarówno na rynkach regionalnych, jak i globalnym. Stanowi to argument za koordynacją polityk na poziomie regionalnym.

Działania koordynacyjne powinny być ułatwione przez *de facto* podobne stosowane obecnie reżimy kursowe w krajach azjatyckich. M. Kawai wskazuje, że (oprócz Chin) Korea Płd. i Tajlandia także wdrożyły systemy kursowe oparte na standardzie koszykowym. Singapur stosuje *managed floating*, Malezja – porozumienie koszykowe i bardziej elastyczny reżim kursowy. Zachowanie realnych efektywnych kursów walutowych Indonezji i Filipin wskazuje, że ich waluty także opierają się na standardzie koszykowym[154].

W przypadku krajów azjatyckich istotne znacznie jest restrukturyzacja produkcji, która zmniejszyłaby zależność wzrostu od eksportu w tych krajach.

---

[154] M. Kawai, *Exchange rate arrangements in East Asia: lessons from the 1997–98 currency crisis*, „Monetary and Economic Studies" 2002, vol. 20, no. S-1, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

6.3. Implikacje nierównowag globalnych dla krajów *emerging markets* w Ameryce Łacińskiej

Jak podkreśla B. Stallings[155], wszelkie oceny wpływu korekty nierównowag globalnych na kraje *emerging markets* należy dokonywać z rozróżnieniem na nadwyżkowe kraje *emerging markets* Ameryki Łacińskiej oraz Azji, ze względu na ich odmienne uwarunkowania.

Dominuje pogląd, że wpływ nagłej korekty nierównowag globalnych (*disorderly unwinding*) na kraje *emerging markets* odbyłby się głównie kanałem handlowym, a nie finansowym[156]. Zdaniem B. Eichengreena i innych, kluczowe ryzyko dla globalnej stabilności wynikające z korekty wiąże się ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego w USA i znacznego wzrostu stóp procentowych w USA. Konsekwencje dla krajów *emerging markets* nie są związane z kanałem finansowym (w przeciwieństwie do doświadczeń kryzysu finansowego), co wynika z faktu, że kraje te odnotowują obecnie nadwyżki CA, a nie deficyty, minimalizując swoje uzależnienie od finansowania zagranicznego. Wiarygodniejsze polityki makroekonomiczne zredukowały ryzyko *capital flight*, zaś racjonalna polityka zarządzania zadłużeniem zagranicznym doprowadziła do przedterminowych spłat pożyczek. Wysoki poziom zakumulowanych rezerw może pomóc krajom zrekompensować skutki *flight to quality* i niekorzystnych zmian w cenach i kierunkach międzynarodowych przepływów kapitału. Fakt, że kraje *emerging markets* Ameryki Łacińskiej zredukowały swoje uzależnienie od zewnętrznego finansowania, powoduje, że są one (z wyjątkiem Ekwadoru) odizolowane od finansowego wpływu wyższych stóp procentowych[157].

Jako grupa kraje te posiadają nadwyżki na rachunku CA, co oznacza, że nie potrzebują dodatkowego zadłużenia zagranicznego. W rzeczywistości, akumulując rezerwy, redukują swoje zadłużenie zagraniczne netto. Wyłączając Ekwador, w którego przypadku potrzeby finansowania zewnętrznego są znaczne, potrzeby finansowe netto krajów Ameryki Łacińskiej w 2006 r. wynosiły mniej niż 3% eksportu, co oznaczało spadek z 30% w latach 1996–1998. Gdyby finansowanie zagraniczne nagle się skończyło, kraje te mogłyby nadal obsługiwać swoje zadłużenie w drodze likwidacji rezerw walutowych o 10%. Alternatywnie, wypełnienie tej luki mogłoby wymagać jedynie 1-procentowej deprecjacji walut krajów Ameryki Łacińskiej[158].

---

[155] B. Stallinngs, *Global imbalances and Latin America: a comment on Eichengreen and Park*, [w:] J.Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances…*

[156] Pogląd ten wyrażają m.in. B. Eichengreen, J. D'Arista, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances…*

[157] Podobne wnioski jak do Ekwadoru w przypadku europejskich krajów *emerging markets* można odnieść do Turcji.

[158] B. Eichengreen, Y. Park, *Global imbalances and emerging markets*, [w:] J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances…*

Kraje Ameryki Łacińskiej są w lepszej pozycji makroekonomicznej niż 25 lat temu, w czasie korekty amerykańskiego deficytu CA. Inflacja jest na niskim poziomie, większość krajów wykazuje nadwyżki płatnicze, deficyt fiskalny w większości krajów nie przekracza 1% PKB.

Główne ryzyko dla tych krajów wynika zatem ze spowolnienia wzrostu w USA i spadku popytu importowego. Oddziaływanie korekty nierównowag globalnych na kraje *emerging markets* kanałem handlowym wynikałoby z niższego popytu na eksport tych krajów, szczególnie ze strony USA. Wpłynęłoby to zarówno na wartości, jak i ceny towarów (szczególnie *commodities*). Wpływ ten na kraje *emerging markets* zależy od otwartości handlu i wielkości eksportu do USA.

Najtrudniej jest oszacować rolę kanału stopy procentowej. Wszelkie przewidywania są bardzo nieoczywiste, zważywszy na niski poziom długoterminowych stóp procentowych mimo dużych deficytów fiskalnych w USA. Naturalnie, należałoby się spodziewać, że wzrost stóp procentowych zdestabilizuje rynki finansowe w krajach *emerging markets*, szczególnie w tych o wyższym poziomie zadłużenia.

Wyższe stopy procentowe w USA wpływają na wiarygodność krajów *emerging markets* (np. poprzez kanał handlowy), powodując wzrost spreadów w tych krajach. Fakt, że wiele z nich ma niższy wskaźnik obsługi zadłużenia zagranicznego niż w przeszłości i wyższe rezerwy walutowe, daje im pewien margines bezpieczeństwa. Jednak jednoczesną redukcję napływu kapitału do tych krajów oraz wzrost stóp procentowych w USA należy uznać za czynnik zwiększający podatność na szoki (*vulnerability)* tych gospodarek.

Należy uznać, że efekt wpływu wzrostu amerykańskich stóp procentowych na rynki finansowe krajów *emerging markets* zależy od powodu wzrostu stóp w USA i odpowiedzi innych krajów rozwiniętych na ten wzrost. Jeśli wzrost stóp procentowych w USA wynikałby z polityki Rezerwy Federalnej, zmierzającej do normalizowania stóp procentowych po okresie luźnej polityki pieniężnej, wówczas stopy procentowe w innych krajach najprawdopodobniej by wzrosły. Ze względu na wpływ wzrostu stóp ma koniunkturę gospodarczą podnoszenie stóp procentowych byłoby najprawdopodobniej stopniowe, co jednocześnie byłoby łatwiejsze do absorpcji przez kraje *emerging markets*. Stąd płynie raczej sceptyczny pogląd co do stwierdzenia, że korekta nierównowagi globalnej może oznaczać wyższe globalne stopy procentowe. Jeśli jednak impuls wzrostu stóp procentowych w USA pochodziłby z zewnątrz – wynikałby z odmowy inwestorów do dalszego finansowania deficytu CA, wówczas towarzyszyłyby im niższe stopy procentowe w pozostałych krajach. Stopy procentowe w pozostałych krajach muszą być niższe niż stopy w USA o oczekiwaną aprecjację walut zagranicznych, aby wypełnić warunek braku arbitrażu. Jeśli wyższym stopom procentowym w USA towarzyszyłyby niższe stopy w Europie, wówczas nie jest już takie oczywiste, czy kraje *emerging markets* byłyby negatywnie doświad-

czone. Aby kraje *emerging markets* odczuły negatywny efekt wzrostu stóp procentowych w USA, musi być wypełniony jeszcze jeden warunek prowadzący do spadku globalnej płynności, mianowicie gwałtowne dostosowanie amerykańskich cen aktywów, prowadzące do procesu delewarowania zagranicznych i amerykańskich instytucji finansowych. Proces ten prowadziłby do globalnego zjawiska *flight to quality* i spowodowałby spadek popytu na dług krajów *emerging markets*.

Wskazuje się także na rolę nowych kanałów transmisji nierównowag. Większe zastosowanie derywatów finansowych może okazać się problematyczne dla gospodarek *emerging markets* poprzez ich wpływ na kurs walutowy. Ryzyko stanowi także fakt, że ceny aktywów (nieruchomości, indeksy giełdowe) w krajach *emerging markets* nie tylko podążają za cenami w krajach rozwiniętych w sytuacji ich wzrostu, lecz także w fazie ich spadku. Taki spadek cen aktywów w krajach rozwijających się mógłby mieć negatywny *wealth effect* nie tylko na konsumpcję, lecz także na instytucje finansowe (szczególnie banki i ich zdolność pożyczkową).

Jak zatem wynika z dotychczasowych rozważań, wpływ korekty deficytu CA w USA na kraje *emerging markets* może się także przejawiać w zwiększonej dostępności kapitału płynącego do tych krajów. Pozytywny wpływ korekty nierównowag na przepływy kapitałowe powinien być większy od wpływu spowolnionego wzrostu gospodarczego.

Analogicznie wpływ deprecjacji USD miałby zarówno pozytywny, jak i negatywny efekt na kraje *emerging markets*. Efekt pozytywny polegałby na zredukowaniu kosztu obsługi zadłużenia zagranicznego krajów *emerging markets*, które w dużej mierze jest denominowane w USD, co jest szczególnie istotne w przypadku krajów wysoce zadłużonych. Dla przykładu, deprecjacja USD w okresie 2002–2004 przełożyła się w przypadku Brazylii, Chile i Kolumbii na zredukowanie wskaźnika zadłużenia do eksportu o 4 do 10%[159].

Pozytywny wpływ deprecjacji USD powinien przełożyć się na poprawę *terms of trade* krajów eksportujących *commodities*. Wcześniejsze doświadczenia wykazują, że ceny *commodities* wzrastają, gdy USD ulega deprecjacji[160]. Faktycznie, istotna poprawa *terms of trade* od 2002 r. w przypadku krajów eksportujących *commodities* pokrywa się z deprecjacją USD od połowy 2002 r.

Na skutki korekty nierównowag dla krajów *emerging markets* transferowane kanałem finansowym zwracają uwagę D'Arista i inni[161]. Kanał ten może odegrać istotną rolę, jeśli spowolniony (lub ujemny) wzrost gospodarczy doprowadziłby do spadku cen aktywów (w USA i poza nimi). W kontekście wyso-

[159] World Bank 2005, za J. Teunissen, A. Akkerman (eds), *Global imbalances*…

[160] R. Dornbusch, *Policy and performance interdependence between debtor LDCs and industrialized countries*, „Brookings Papers on Economic Activity" 1985, no. 2.

[161] 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*…

kiego poziomu lewarowania instytucji finansowych oraz wysokiego poziomu zadłużenia wewnętrznego USA (szczególnie zadłużenia gospodarstw domowych), mogłoby to prowadzić do zjawiska *flight to quality* – co oznaczałoby ucieczkę od krajów *emerging markets*. Mimo, że te kraje ograniczyły swoją podatność na zewnętrzne szoki finansowe (głównie poprzez akumulację rezerw walutowych), pozostają pewne źródła słabości finansowej, np. wysoki poziom nieściągalnych kredytów (*non-performing loans*) i niski poziom wskaźników adekwatności w systemach bankowych. Ponadto, wzrost derywatów finansowych i ich zwiększone wykorzystanie dla celów spekulacji walutowej oraz szczególnie dla transakcji *carry trade*, także w krajach *emerging markets*, może stanowić źródło podatności tych krajów na szoki finansowe (*financial vulneralbility*).

Ryzyko nagłej korekty deficytu CA w USA rodzi ryzyko spowolnienia gospodarek krajów rozwijających się. W tym celu istotne jest wypracowanie w tych krajach instrumentów podtrzymujących wzrost i pozwalających uniknąć zagrożenia stabilności finansowej. J. D'Arista i inni proponuje w tym celu[162]:

– wypracowanie antycyklicznych instrumentów rynkowych (ze wsparciem multilateralnych lub regionalnych banków rozwoju) – które wygładziłyby obsługę długu w cyklu gospodarczym. Rolę taka mogłyby odegrać obligacje powiązane z PKB (*GDP-linked bonds*) i obligacje w walutach krajowych (*local currency bonds*),

– emisję przez instytucje publiczne (jak np. multilateralne banki rozwoju) gwarancji o wyraźnie antycyklicznych elementach,

– wypracowanie regulacji bankowych o bardziej antycyklicznym charakterze, pozwalających na ekspansję kredytu w okresie spowolnienia gospodarczego.

Szczególną rolę mogłyby odegrać obligacje powiązane z PKB. Powiązanie części rocznej obsługi długu ze wzrostem PKB kraju dłużniczego powoduje, że ciężar obsługi byłby mniejszy w okresie spowolnionego wzrostu. Dla krajów *emerging markets* oznaczałoby to dwie korzyści:

– stabilizowanie wydatków rządowych i ograniczanie procykliczności nacisków fiskalnych (poprzez mniejsze płatności odsetkowe w okresie spowolnionego wzrostu dostarczają przestrzeń dla większych wydatków lub niższych podatków). Mogą także zahamować nadmiernie ekspansywną politykę w okresie szybkiego wzrostu;

– umożliwienie spadku poziomu obsługi długu w czasach spadku lub ujemnego wzrostu redukuje prawdopodobieństwo kryzysu zadłużeniowego kraju. Symulacje wykazują znaczne zyski dla krajów emitujących takie obligacje – gdyby połowa całkowitego zadłużenia rządu Meksyku była w postaci obligacji powiązanych z PKB – kraj oszczędziłby ok. 1,6% PKB na płatnościach odsetkowych w trakcie kryzysu Tequili w 1995 r.

[162] *Ibidem.*

Dodatkowo, obniżając ryzyko kryzysu zadłużeniowego kraju, mogłyby zredukować ryzyko zarażania (*contagion risk*). Kraje *emerging market* mają już pewne pozytywne doświadczenia z takim instrumentem finansowym (obligacje w Argentynie). Tym razem mogłyby być wykorzystywane na większą skalę przez większą liczbę krajów jako element zarządzania ryzykiem nagłej korekty nierównowag. Alternatywnym instrumentem mogłaby być emisja obligacji we własnej walucie, co stanowiłoby remedium na problem *currency mismatches*, który charakteryzuje strukturę długu krajów rozwijających się. W celu zwiększenia atrakcyjności tego instrumentu dla międzynarodowych inwestorów mogłyby być tworzone zdywersyfikowane portfele (*LCD portfolios – local currency government debt securities portfolios*), które – składając się z różnych papierów wartościowych o niezależnie kształtujących się stopach zwrotu, mogłyby dawać wyższe stopy zwrotu (*risk-adjusted rates of return*) w porównaniu z emisjami indywidualnymi.

Również istotną rolę w procesie zarządzania korektą mogłyby odegrać multilateralne banki rozwoju i agencje kredytów eksportowych, poprzez prowadzenie antycyklicznych elementów w ocenie ryzyka przy gwarantowaniu pożyczek dla krajów *emerging markets*. Instytucje te mogłyby także odegrać bardziej aktywną rolę w gwarantowaniu obligacji emitowanych przez prywatne rynki kapitałowe w okresie zwiększonej awersji do ryzyka.

USA – poprzez wpieranie powyższych inicjatyw – mogłyby się przyczynić do mniejszego uzależnienia krajów *emerging markets* od USD jako waluty płatności i inwestycyjnej, a tym samym do łagodnego rozwiązania problemu *global imbalances*.

6.4. Wpływ polityk gospodarczych korygujących nierównowagi na globalne przepływy kapitałowe

Jak już wielokrotnie podkreślano, dla trwałości korekty nierównowag globalnych istotna jest zmiana kierunków przepływów kapitałowych. Oprócz inicjatyw podejmowanych na poziomie ponadnarodowym (takich jak omówione już działania zmierzające do efektywnej dystrybucji płynności walutowej zarówno jako elementu polityki *crisis prevention*, jak i *crisis management* czy też forsowania bardziej aktywnej polityki w zakresie wprowadzania ograniczeń w przepływie kapitału), dużą rolę mogą odegrać krajowe polityki gospodarcze.

Analizując wpływ polityk korygujących nierównowagi na globalne przepływy kapitałowe, należy zaakcentować:

1. Rolę konsolidacji fiskalnej. Redukcja podaży papierów skarbowych (w większości przypadków w krajach rozwiniętych) w krajach o wysokim obecnie poziomie długu i/lub deficytu budżetowego może prowadzić do przekierowania przepływów kapitałowych z krajów nadwyżkowych do deficytowych

w inne rodzaje instrumentów: np. obligacji przedsiębiorstw, akcji, bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Może to być czynnikiem stymulującym wzrost.

2. Rolę większej elastyczności reżimów kursowych w krajach *emerging markets*. Jej wpływ na przepływy kapitałowe może się wyrażać w tym, że spowoduje mniejszy popyt na zagraniczne papiery skarbowe na skutek spadku skali polityki akumulacyjnej. Jeśli chociaż częściowo spadek popytu na papiery skarbowe byłby skompensowany wzrostem popytu na obligacje przedsiębiorstw, akcje czy bezpośrednie inwestycje zagraniczne, kombinacja konsolidacji fiskalnej w krajach deficytowych i większej elastyczności kursowej w krajach nadwyżkowych może być czynnikiem stymulującym wzrost.

3. Rolę reform strukturalnych. Zarówno w krajach deficytowych, jak i nadwyżkowych mogą one istotnie wpłynąć na kompozycje przepływów kapitałowych. Na przykład, inicjatywy prowadzące do wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych w USA (np. poprzez wyeliminowanie odliczeń podatkowych z tytułu obsługi kredytów hipotecznych i większy nacisk na podatki konsumpcyjne) mogą wpłynąć na skalę i kompozycję portfeli funduszy ubezpieczeniowych i emerytalnych. Liberalizacja restrykcji dotyczących wejścia do sektorów chronionych w krajach nadwyżkowych (jak Niemcy, Japonia) może stworzyć możliwości inwestycyjne dla kapitału zagranicznego w tych krajach. Z drugiej strony, reformy w nadwyżkowych krajach *emerging markets*, zmierzające do zredukowania oszczędności gospodarstw domowych poprzez wzmacnianie *social safety net* i/lub oszczędności sektora przedsiębiorstw poprzez reformy rynku finansowego mogą zwiększać atrakcyjność inwestowania w tych krajach, ograniczając odpływ kapitału z tych krajów.

Trudno jest jednoznacznie ocenić zakres i kierunek wpływu reform strukturalnych na zewnętrzną pozycję płatniczą kraju. Reformy w regulacjach rynków produkcyjnych i rynku pracy, oraz systemów podatkowych, wpływają na stopy oszczędności i inwestycji kanałami strony popytowej i podażowej, które często są współzależne i nawzajem się wzmacniają. Efekt netto reform zależy zatem od wykorzystywanych instrumentów i konkretnych uwarunkowań w danej gospodarce.

Wychodząc z założenia, że polityka strukturalna ma wpływ na pozycje inwestycyjne brutto i netto, reformy strukturalne w krajach nadwyżkowych mogą wpłynąć na przepływy kapitałowe. Ze względu na to, że istnieje duże pole dla polepszania kształtu polityki strukturalnej w krajach nadwyżkowych, może to przyczynić się do zredukowania odpływów kapitału netto z krajów nadwyżkowych i wspierania długookresowego wzrostu globalnego. Badania empiryczne przeprowadzone przez D. Furceriego i innych z wykorzystaniem regresji międzysektorowej oraz panelowej prowadzą do wniosku, że może się to stać na skutek tego, że[163]:

[163] D. Furceri i in., *Medium-term determinants of investment positions: the role of structural policies*, OECD Economics Department Working Papers, no. 863, May 2011.

1. Zarówno zagraniczne aktywa, jak i pasywa wzrastają wraz z rozwojem finansowym i otwartością rachunku kapitałowego, z całościowym efektem netto w postaci zredukowania zagranicznych aktywów netto. Liberalizacja finansowa sprzyja napływom kapitałowym brutto i pogarsza pozycję inwestycyjną netto.

2. Polepszenie jakości instytucjonalnej, poprzez wzrost stopy zwrotu z kapitału (*risk-adjusted return to capital*), zwiększa napływy kapitału i redukuje odpływy kapitału, zatem pogarsza międzynarodową pozycję inwestycyjną netto.

3. Są również przesłanki, wskazujące, że regulacja rynków produkcyjnych zwiększająca konkurencję redukuje aktywa zagraniczne brutto i odpływy kapitału, gdyż inwestycje krajowe stają się bardziej atrakcyjne. Większy zakres liberalizacji w legislacji dotyczącej ochrony zatrudnienia (*employment protection*) także jest postrzegany jako czynnik sprzyjający zmniejszeniu odpływu kapitału i polepszający pozycję netto. Wyniki te są jednak bardziej niepewne niż w odniesieniu do pozostałych elementów polityki strukturalnej, gdyż z analizy międzysektorowej wynika tylko wpływ czynnika na zagraniczne aktywa i pasywa netto a nie na pozycje brutto (podczas gdy estymacja panelowa potwierdziła wpływ zarówno na pozycje netto jak i brutto).

4. W rezultacie, przeprowadzone w krajach nadwyżkowych reformy mogłyby doprowadzić do redukcji nadwyżek w długim okresie, w czasie którego międzynarodowe pozycje dostosowałyby się do nowego poziomu, pociągając za sobą redukcję nierównowag globalnych.

Ulepszone polityki strukturalne mogą przyczynić się do modyfikacji kompozycji przepływów kapitałowych, w kierunku bardziej stabilnych i produktywnych źródeł finansowania. W szczególności, regulacja rynków produkcyjnych zwiększająca zakres konkurencji, mniej restrykcyjna regulacja dotycząca ochrony rynków pracy, polepszona jakość instytucjonalna oraz większa otwartość rachunku obrotów kapitałowych mogą przyczynić się do modyfikacji kompozycji zagranicznych pasywów, w kierunku zwiększonego udziału bezpośrednich inwestycji zagranicznych, mniejszego udziału kapitału opartego na długu (*debt capital flow*).

Czynnikiem redukującym nadwyżkę płatniczą w Japonii lub Korei mogłyby być reformy wzmacniające sektor finansowy. Badania empiryczne wykazują, że reformy finansowe pogarszają saldo CA w krótkim okresie, głównie na skutek zwiększenia możliwości inwestycyjnych w kraju, co przyciąga kapitał zagraniczny. Warto podkreślić, że w Korei odnotowano już duży postęp w prywatyzacji banków i firm inwestycyjnych.

Również reformy strukturalne w krajach deficytowych mogą być czynnikiem redukującym nierównowagę. Istotną rolę mogą odegrać reformy systemu podatkowego. Inicjatywy zmierzające do zredukowania konsumpcji ropy naftowej mogą obniżyć deficyt CA w krajach importujących ropę, jednak efekt finalny zależy od tego, w jakim stopniu wpłynęłoby to na deficyt fiskalny i konsumpcję innych dóbr[164].

[164] L. De Mello, P. Padoan, *Are global imbalances…*

7. Propozycje włączenia krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze

Koncepcja finansowego obciążenia kraju blokującego proces dostosowawczy nigdy nie miała zastosowania w międzynarodowych stosunkach walutowych. Jak zwraca uwagę J. Williamson, wydaje się, że współcześnie byłoby to uzasadnione, chociażby z dwóch powodów:

– na poziomie regionalnym próbą wprowadzania sankcji za nieprzestrzeganie reguł w polityce makroekonomicznej był Pakt Stabilności i Wzrostu. Istnieje już więc świadomość politycznej zastosowalności takiego rozwiązania,

– system sankcji istnieje w międzynarodowym systemie handlu, nie ma zatem powodów, aby identyczne rozwiązania nie objęły sfery monetarnej[165].

7.1. Przegląd koncepcji

W ostatnich latach miał miejsce wzrost liczby koncepcji zarządzania nierównowagami globalnymi poprzez włączenie krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze i tym samym przełamania problemu asymetrii wyrównawczej, która nieustannie towarzyszy ewolucji msw (por. rozdział II). Na szczególną uwagę zasługuje pięć prezentowanych poniżej koncepcji.

1. Propozycja M. Goldsteina (2010). Propozycja ta[166] akcentuje znaczenie poziomu kursu walutowego w procesie dostosowawczym uruchamianym przez kraje nadwyżkowe. Poziom kursu walutowego każdego kraju, osiągającego nadwyżkę na rachunku bieżącym przekraczającą 3% PKB w okresie przekraczającym 1 rok, powinien być poddany monitorowaniu ze strony MFW. Próg ten powinien być obniżony dla tzw. ważnych systemowo gospodarek (*systemicaly important economies*) ze względu na potencjalnie większe negatywne efekty *spillover*. Rola MFW polegałaby zatem na dokonaniu oceny stopnia nieadekwatności kursu walutowego i wskazaniu sytuacji, kiedy wymaga on korekty. MFW byłby wyposażony w system sankcji, których dotkliwość uzależniona byłaby od stopnia niedopasowania poziomu kursu i czasu trwania niedopasowania. W szczególności, system sankcji oparty na stopniowaniu oznaczałby, że:

– niedopasowanie kursu rzędu poniżej 10% trwające do 1 roku wymaga konsultacji kraju z MFW,

– niedopasowanie kursu rzędu 10–25% trwające od 1do 2 lat wymaga przedstawienia programu dostosowawczego,

---

[165] J. Williamson, *Getting Surplus countries to adjust*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, January 2011.

[166] M. Goldstein, *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy neighbour exchange rate policies*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, February 2010.

– większy poziom niedopasowania kursu (powyżej 25%) i trwający powyżej 2 lat, jak i brak wiarygodnego programu dostosowawczego mógłby prowadzić do wdrożenia ze strony WTO systemu zaostrzeń w polityce handlowej. Dodatkową sankcję mogłaby stanowić czasowa utrata przez kraj prawa do uczestnictwa w nowych alokacjach SDRów i podnoszonych kwotach udziałowych w MFW.

Propozycja ta opiera się zatem na wykorzystaniu MFW oraz WTO jako instytucji dyscyplinujących kraje nadwyżkowe. Włączenie MFW i WTO w procesy dostosowawcze ma na celu zapewnienie stabilności międzynarodowego systemu walutowego i handlu.

M. Goldstein wychodzi z założenia, że podstawowa słabość współczesnego msw wynika z braku systemu sankcji dla krajów, które nie respektują międzynarodowych zobowiązań w zakresie polityki kursowej; w szczególności dotyczy to dużych krajów nadwyżkowych. Autor stoi na stanowisku, że nie ma współcześnie alternatywy dla powrotu do bilateralnego nadzoru nad polityką kursową kraju, ze względu na upolitycznienie, i co za tym idzie, opieszałość, procesu multilateralnych negocjacji (np. pod auspicjami G20). Nadzór nad polityką kursową powinien koncentrować się na ocenie, czy realny efektywny kurs walutowy danego kraju jest niedopasowany, czy polityka kraju (celowo lub nie) przyczynia się do niedopasowania oraz czy wyrządza to znaczną szkodę partnerom handlowym[167].

Propozycja M. Goldsteina pomija istotny problem, który ostatnio jest dyskutowany w ramach UGiW, mianowicie, czy kraj wierzycielski ma obowiązek dostosowawczy względem innych krajów w systemie stałego kursu walutowego[168].

2. Propozycja A. Subramaniana i A. Mattoo (2008). Koncepcja opiera się na poszerzeniu zakresu tematów negocjacyjnych w ramach rundy Doha o wzmocnienie roli WTO w rozstrzyganiu zakresu posługiwania się kursem walutowym w celu wspierania eksportu. Autorzy uznają, że dwa aspekty nierównowag globalnych – stosowanie niedoszacowanych kursów walutowych oraz ekspansja Sovereign Wealth Funds (SWF) – wymagają międzynarodowych rozwiązań. MFW okazał się nieskuteczny w radzeniu sobie ze zjawiskiem stosowania niedoszacowanych kursów walutowych, głównie na skutek słabnącego umocowania prawnego (*eroding legitimacy*).

W tym celu proponują:

– ustanowienie w ramach WTO systemu rozstrzygającego odnośnie do utrzymywania niedoszacowanego kursu walutowego dla wspierania handlu oraz wdrażania sankcji za politykę niesprawiedliwego handlu (*unfair trade*),

– przyznania WTO nadzoru nad Sovereign Wealth Funds (analogicznie jak WTO pełni nadzór nad usługami w ramach GATS)[169].

---

[167] *Ibidem.*

[168] J. Williamson, *Getting Surplus…*

Należy zaznaczyć, że zgodnie z Artykułem XV WTO jest on upoważniony do nadzorowania niedoszacowanego kursu walutowego w takim samym stopniu jak subsydiów eksportowych lub ceł importowych, lecz zgodnie z obecnymi regulacjami nie ma możliwości prawnych sankcjonowania praktyki manipulowania kursem walutowym[170]. Zdaniem A. Mattao i A. Subramaniana w przypadku mechanizmów rozstrzygających dotyczących ceł importowych i subsydiów eksportowych WTO okazał się wiarygodny i efektywny[171].

A. Subramanian i A. Mattoo proponują, aby kraj, który traci konkurencyjność w wyniku polityki kursowej innego kraju, mógł zgłosić skargę do WTO, a ten następnie zgłaszałby się do MFW o opinię, czy:

– kurs walutowy faktycznie należy uznać za niedoszacowany,

– niedoszacowanie to wynika z intencjonalnego działania władz państwowych.

W sytuacji uznania, że oba zjawiska występują, kraj, który odczuł skutki niedoszacowanego kursu walutowego partnera, miałby prawo do rekompensaty (np. nałożenie sankcji na eksport kraju partnera). Rozmiar sankcji byłby poddany decyzji WTO.

Należy wspomnieć, że opierająca się na formule konsultacji WTO i MFW, propozycja ta miałaby nawiązywać do dawnej praktyki, kiedy GATT zwracał się do MFW o opinię, czy deficyt bilansu płatniczego danego kraju rozwijającego się uzasadnia nałożenie restrykcji importowych. Obecna formuła współpracy polegałaby na pełnieniu funkcji ekspertyzy technicznej przez MFW oraz realizacji procesu wykonawczego przez WTO.

3. Propozycja C. Bergstena (2010)[172] postuluje zastąpienie międzynarodowych organizacji mających dyscyplinować kraje nadwyżkowe (MFW, WTO), przez działania na szczeblu narodowym. Instrumentem oddziałującym na kraje nadwyżkowe miałyby być przeciwstawne interwencje (*counter-intervention/ countervailing currency intervention* – CCI) na krajowych rynkach walutowych. Interwencje te przeprowadzałby kraj waluty rezerwowej tak, aby doprowadzić do wzrostu wartości waluty utrzymywanej na niedowartościowanym poziomie poprzez interwencje. Celem interwencji byłoby skierowanie kursu walutowego w kierunku kursu równowagi rynkowej i usunięcie niedopasowania, zniekształcającego globalny handel i gospodarkę. Od strony formalnej korekta kursu

---

[169] A. Mattoo, A. Subramanian, *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, January 2008.

[170] J. Williamson, *Getting Surplus…*

[171] A. Mattoo, A. Subramanian, *Currency undervaluation…*

[172] C. Bergsten, *A proposed strategy to correct the Chinese exchange rate*, Testimony Before the Hearing on the Reasury Department's Report on International Economics and Exchange Rate Policies, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, 16.09.2010.

dokonywana poprzez kraj waluty rezerwowej mogłaby się dokonać w dwóch wariantach:

– inicjatywa przeciwstawnej interwencji należałaby do kraju emitującego walutę rezerwową, ale MFW miałby prawo nie poprzeć inicjatywy (gdyby np. MFW poparł kraj nadwyżkowy, kraj emitujący walutę rezerwową musiałby się wycofać z działań);

– wymagana byłaby autoryzacja ze strony MFW dla kraju emitującego walutę rezerwową w celu podjęcia przeciwstawnej interwencji.

Skuteczność tego rozwiązania jest asymetryczna, uzależniona od tego, czy waluta, w której by przeprowadzano interwencję, jest wymienialna czy też nie.

W kontekście współczesnej nierównowagi globalnej trudność z realizacją tej koncepcji wynikałaby z faktu, że RMB jest walutą niewymienialną, Chiny stosują liczne ograniczenia w przepływie kapitału, zatem USA nie byłyby w stanie dokonywać inwestycji z tytułu zakupionej waluty. Od strony technicznej – jak proponuje C. Bergsten – USA mogłyby kupować RMB za USD wykorzystując kontrakty forward dla RMB (*nondeliverable forward contracts*), czy też kupując denominowane w RMB obligacje na rynkach *offshore* (głównie w Hong Kongu). Interwencje przeprowadzane byłyby zatem – jak to określa C. Bergsten – na aktywach pełniących funkcję „aktywów zastępczych" (*proxy asstes*). Rozmiar tych rynków (w porównaniu do zakupów USD dokonywanych przez Chiny) ograniczałby jednak skalę interwencji. Jednak miałyby one istotne efekt sygnalny dla rynków finansowych, co autor koncepcji uznaje za jej największą zaletę.

4. Propozycja T. Geithnera. Sekretarz Stanu USA T. Geithner zaproponował, aby kraje członkowskie G20 zobowiązały się do utrzymywania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących nieprzekraczającej 4% PKB. W ten sposób polityki makroekonomiczne oparte byłyby na celu osiągania równowagi płatniczej (*current account target*). Wymuszałoby to prowadzenie polityk: strukturalnej, fiskalnej i kursowej zgodnie z celem maksymalnego pułapu nierównowagi zewnętrznej. T. Geithner dopuszcza wyjątki od zasady, np. dla krajów eksportujących surowce naturalne.

Zdaniem J. Williamsona, osiągnięcie określonego celu na rachunku obrotów bieżących wymaga, przy danym popycie, określonego poziomu kursu walutowego. Oznacza to konieczność uwzględniania warunków strukturalnych gospodarki przy szacowaniu kursu walutowego fundamentalnej równowagi. Dodatkowy problem stanowi osiąganie celu płatniczego w warunkach unii monetarnej, gdzie brak jest nominalnego kursu walutowego który mógłby odgrywać rolę pomocniczą w procesie osiągania celu równowagi zewnętrznej[173].

[173] J. Williamson, *Getting surplus*…

5. Propozycje D. Grosa i G. Hufbauera (2010). Opierają się one na dyscyplinowaniu krajów nadwyżkowych poprzez ograniczanie nabywania lub opodatkowanie aktywów zagranicznych, będących w posiadaniu kraju.

D. Gros[174] proponuje wprowadzenie zasady wzajemności (*the principle of reciprocity*), która oznaczałaby sprzedaż długu publicznego przez kraj waluty rezerwowej tylko oficjalnym instytucjom z krajów, w których przysługuje mu identyczne prawo. Zdaniem D. Grosa, rozwiązanie takie byłoby zgodne ze statutem MFW, który wymaga wymienialności waluty w zakresie transakcji rachunku obrotów bieżących, a nie swobody przepływów kapitałów. Propozycję tę z pewnością należy zaliczyć do forsującej pewien stopień kontroli w przepływie kapitału. Powstaje jednak problem skuteczności takiej kontroli (trudność w odróżnieniu instytucji nabywającej aktywa publiczne od podmiotu zlecającego) oraz problem substytuowania długu publicznego długiem prywatnym. Drugi problem świadczy, że dla gospodarki chińskiej byłaby nadal możliwa polityka finansowania nierównowagi płatniczej kraju (poprzez zakup długu prywatnego USA), co czyni propozycję nieefektywną z punktu widzenia zarządzania nierównowagami globalnymi.

G. Hufbauer[175] proponuje wykorzystanie instrumentu podatkowego jako sposobu na ograniczenie nadmiernej akumulacji aktywów. W tym celu zaleca wprowadzenie 30% podatku dochodowego, który byłby nałożony na rządy krajów utrzymujących niedoszacowany kurs walutowy. Propozycja ta mogłaby zatem stanowić rozwiązanie problemu akumulacji USD przez chiński rząd. Od strony formalnej stanowiłoby to nadanie amerykańskiemu Kongresowi prawa do uprawnienia Sekretarza Stanu do wdrażania systemu opodatkowania.

Jak zauważa J. Williamson, koncepcja ta ma istotne słabości, do których należy zaliczyć:

– w sytuacji obecnie występujących stóp procentowych bliskich zeru, opodatkowanie przestaje być zniechęcającym instrumentem;

– system przestaje być międzynarodowym, stając się instrumentem narodowym;

– może stać się początkiem zaprzestania utrzymywania przez zagranicę aktywów dolarowych, przez co USD może utracić rolę kluczowej waluty rezerwowej[176].

---

[174] D. Gros, *How to level the capital playing field in the game with China*, CEPS Commentary, Brussels. Centre for European Policy Studies, October 2010.

[175] G. Hufbauer, *Patience and the currency wars*, National Interest, 27.10.2010.

[176] J. Williamson, *Getting surplus*…

7.2. Cechy wspólne i rozbieżności w prezentowanych koncepcjach

Analiza powyższych koncepcji prowadzi do konkluzji, że kluczowymi problemami, przed którymi stoi reformowanie msw w kontekście przełamania asymetrii procesów wyrównawczych, są:

1. Znalezienie odpowiedzi na pytanie, co ma stanowić wskaźnik, który byłby podstawą oceny o wystąpieniu nadwyżki płatniczej.
2. Wypracowanie efektywnego systemu sankcji.
3. Znalezienie odpowiedzi na pytanie, która instytucja międzynarodowa – MFW czy WTO – powinna odgrywać pierwszoplanową rolę w uruchamianiu procesu wyrównawczego.

Ad. 1. Obie koncepcje historyczne (Keynesa i Volckera) opierały się na wykorzystaniu wskaźnika akumulowanych rezerw. Ich wspólną myślą było uznanie nadmiernego poziomu rezerw walutowych jako uzasadnienia poddania kraju naciskom międzynarodowym. Obecnie oparcie się na zasobach rezerw (*stock of reserves*) dla oceny konieczności uruchomienia procesów dostosowawczych jest niewykonalne.

Współczesne koncepcje eksponują rolę nieadekwatnego poziomu kursu walutowego, definiując to zarówno w sposób pośredni (Goldstein), jak i bezpośredni (Mattoo-Subramanian, Bergsten). Goldstein proponuje oparcie się na wskaźniku nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, który wynika z poziomu kursu walutowego, jak i poziomu popytu, zaś zarówno Matto-Subramanian, jak i Bergsten bezpośrednio zalecają ocenę nieadekwatności poziomu kursu walutowego.

Ad. 2. Współczesne koncepcje podkreślają zalety systemu opartego na stopniowaniu sankcji (Goldstein, Mattoo-Subramanian). Wychodząc z założenia, że słabość współczesnego systemu polega na braku alternatywy między upomnieniem a wydaleniem z członkowstwa w sytuacji nieprzestrzegania zaleceń MFW (w ramach jego polityki *surveillance*), stopniowanie sankcji ma zwiększyć efektywność. Należy także podkreślić, że o ile koncepcje historyczne (Keynesa, Volckera) opierały się na karze finansowej (płatności odsetkowe), współczesne propozycje kładą punkt ciężkości na retorsjach międzynarodowych w postaci restrykcji handlowych.

Ad. 3. Goldstein proponuje pozostawienie zadania inicjowania procedury nadzorczej i podejmowania kluczowych decyzji w gestii MFW, wykorzystując WTO w roli uruchamiania sankcji. Powstaje pytanie (na które Goldstein nie udziela odpowiedzi), czy WTO musiałby automatycznie aprobować decyzje MFW[177]. Również w koncepcji Bergstena, MFW ma kompetencje ponadnarodowe – może nie wyrazić zgody na interwencje przeciwstawne, które kraj

[177] *Ibidem.*

waluty rezerwowej chciałby podjąć, jeśli w opinii MFW nie jest to działanie uzasadnione.

Inaczej kwestie instytucjonalne widzą Mattoo i Subramanian, proponując kluczową rolę dla WTO, która podejmowałaby decyzję, czy kurs walutowy należy uznać za niedoszacowany oraz wykorzystując tę instytucję w jej tradycyjnej roli mechanizmu rozstrzygania skargi narodowej.

8. Podsumowanie

Ostatni rozdział pracy stanowi analizę doświadczeń gospodarki światowej ze stanem nierównowag globalnych w warunkach globalnej dekoniunktury gospodarczej. Analiza koncentruje się na okresie 2007–2011 i jej celem jest odpowiedź na pytanie, czy nierównowagi globalne mogły stać się czynnikiem destabilizującym globalne środowisko finansowe oraz w jaki sposób kryzys finansowy wpłynął na nierównowagi.

Wśród przyczyn kryzysu finansowego powszechnie wymienia się czynnik nierównowag globalnych, aczkolwiek ich rola i potencjalny kanał kryzysogennego oddziaływania nie są jednoznacznie postrzegane w literaturze przedmiotu. Wśród determinant kryzysu powszechnie wymienia się takie aspekty nierównowag, jak: nadmierne oszczędności globalne, nadpłynność gospodarki globalnej, rolę USD i mechanizmów działania msw (w tym monopolistyczną rolę USD jako waluty międzynarodowej, nadmierną elastyczność msw), nierównowagi realne oraz międzynarodową asymetrię w popycie i podaży aktywów finansowych. Niewątpliwie istotną rolę odegrał odpływ kapitału oficjalnego z nadwyżkowych krajów azjatyckich, który koncentrując się na zakupach amerykańskich papierów skarbowych, obniżył ich dochodowość. Skłoniło to inwestorów, próbujących utrzymać zyski na wysokich poziomach, do bardziej ryzykownych zachowań (*search for yield behaviour*), niedoszacowywania ryzyka (*underpricing of risk*), co przyczyniło się do destabilizacji rynków finansowych.

Uogólniając te zjawiska, należy stwierdzić, że kryzys finansowy spowodował korektę nierównowagi, jednak miała ona charakter cykliczny. Wynikała głównie ze spadku globalnego popytu, spadku inwestycji i wzrostu prywatnych oszczędności w USA, korekty cen ropy naftowej i cen aktywów, spadku globalnych przepływów kapitałowych i ekspansji fiskalnej w Chinach. Korekcie towarzyszył jednak bardzo skromny zakres ruchów realnych kursów walutowych zarówno krajów nadwyżkowych, jak i deficytowych. Przedstawione aneksy 3 i 4 prezentują skalę korekty nierównowag w czasie kryzysu. Wskazują na globalną tendencję korekty nierównowag, widoczną nie tylko w odniesieniu do USA i Chin.

Od początku kryzysu dominował pogląd, który potwierdzają statystyki, że wraz z ożywianiem koniunktury gospodarczej, nierównowagi ponownie powinny ulec rozszerzaniu. Nie weryfikuje się jednak pesymistyczna prognoza, że eskalacja nierównowag w dobie pokryzysowej może być znacznie większa w stosunku do okresu przedkryzysowego. Prognozy MFW wskazują na ponowne rozszerzenie nierównowag, jednak w mniejszym – w stosunku do przedkryzysowego – zakresie. W przypadku USA prognozy wskazują na deficyt sięgający 3,5% PKB w 2018 r., zatem znacznie mniejszy w stosunku do rekordowego poziomu z 2006 r. (6% PKB). W przypadku Chin prognozy wskazują na nadwyżkę sięgającą 4,3% PKB w 2018 r., a zatem znacznie mniejszą w stosunku do jej rekordowego poziomu z 2006 r. (8,5%). Według mnie, należy jednak ostrożnie wyciągać wnioski z optymistycznych prognoz MFW dotyczących deficytu USA i nadwyżki Chin, które mogłyby sugerować tendencję do spadku skali nierównowagi globalnej. W szczególności, spadek nadwyżki CA w Chinach nie oznacza, że globalne nierównowagi zostają problemem rozwiązanym. Należy mieć na uwadze możliwość uformowania się ich odmiennej geograficznej konstelacji. Bardziej wnikliwa analiza w globalne salda CA pozwala zauważyć bowiem, że spodziewany ponowny wzrost deficytu CA w USA zaczyna znajdować swoją przeciwwagę w rosnących nadwyżkach krajów eksportujących ropę naftową. Chińska nadwyżka może zatem „wyemigrować" do innego regionu gospodarczego, wspierana przez wpływ, jaki Chiny potrafią wywierać na globalne ceny i własne *terms of trade*.

Z punktu widzenia prowadzonych w pracy rozważań istotny jest wpływ kryzysu na politykę akumulacji rezerw. Mimo, że ze statystyk MFW wynika, że w ujęciu zagregowanym rezerwy wzrosły zarówno w roku 2008, jak i 2009 (por. aneks 5) w ujęciu rocznym, należy zauważyć istotne wykorzystanie rezerw przez poszczególne kraje w trakcie kryzysu. Niektóre kraje aktywnie wykorzystywały rezerwy w celu ograniczenia zmienności na rynku walutowym lub dostarczenia płynności walutowej sektorowi bankowemu. Z drugiej strony, widoczne było także ostrożne podejście do wykorzystywania rezerw w obawie, że spadek rezerw może sygnalizować słabość sektora zewnętrznego, uruchamiając tym samym dalszą presję na walutę krajową.

Wśród czynników wpływających na przyrost rezerw w okresie kryzysowym wymienić należy także dokonaną w 2009 r. alokację SDR-ów, co miało być wyrazem zadziałania MFW jako międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Ponadto, należy pamiętać, że pomimo gwałtownej korekty nadwyżki CA w Chinach kraj ten cały czas przyciąga olbrzymie napływy kapitału, co szczególnie widoczne stało się w okresie 2010–2011, utrzymując tempo akumulacji na wysokim poziomie.

Doświadczenia wykazują, że rezerwy okazały się użyteczne w trakcie kryzysu, chociaż korzyści z ich zastosowania były malejące wraz z upływem czasu.

Należy podkreślić, że pozwoliły zapobiec przenoszeniu presji z rynków walutowych na konsumpcję. Studia empiryczne pozwalają sformułować opinię, że w okresach presji walutowej kraje *emerging markets* posiadające wyższy zasób rezerw w większym stopniu były w stanie utrzymać stabilny wzrost konsumpcji w stosunku do krajów o niższym poziomie rezerw. W większym stopniu były także w stanie zastosować ekspansję fiskalną dla przeciwdziałania skutkom kryzysu, podczas gdy niskim poziomom rezerw towarzyszyła restrykcja fiskalna o charakterze procyklicznym.

Ograniczony zakres wykorzystywania rezerw i sięganie po ich substytuty częściowo przypisać należy „lękowi przed wykorzystaniem rezerw" („*fear of using reserves*"). Doświadczenia kryzysu wykazały ponadto, że niektóre kategorie instrumentów utrzymywanych w formie aktywów rezerwowych (*covered bonds*, *asset and mortgage back securities*) okazały się mniej płynne niż przed kryzysem oczekiwano. Pozwala to wysunąć przypuszczenie, że kraje akumulujące rezerwy są zainteresowane wykorzystywaniem alternatywnych technik dostarczania płynności walutowej.

W trakcie kryzysu niewątpliwie istotną rolę odegrały linie swapowe. Prezentując zakres ich wykorzystania i oceniając ich potencjalną substytucyjność względem rezerw, dochodzę do wniosku, że podstawową barierą dla odegrania przez nie roli czynnika stymulującego proces dekumulacji jest ich selektywność. Jest to istotny argument przemawiający za potrzebą takiej pokryzysowej budowy GFSN, która pozwoliłaby wyeliminować ich selektywność i na tej kategorii instrumentu budować efektywny system międzynarodowej polityki *liquidity assistance*.

Wśród innych instrumentów stosowanych w ramach zarządzania kryzysowego zwraca się także na rolę SWF. W trakcie globalnego kryzysu finansowego niektóre SWF dostarczały płynności sektorowi bankowemu dzięki posiadanym depozytom w walutach zagranicznych w krajowych bankach. Jednakże, pomimo zdolności SWF do uzupełnienia rezerw w sytuacji kryzysowej, wykorzystywanie ich w funkcji rezerw niesie za sobą koszty ekonomiczne i polityczne, co może rodzić wątpliwość odnośnie zasadności ich powoływania.

Kryzys wykazał, że ryzyko wynikające z rachunku obrotów kapitałowych (*sudden stop crises)* może dotknąć także kraje rozwinięte. Powoduje to, że należy poddać w wątpliwość dotychczas wysuwany postulat, że kraje rozwinięte mogą posiadać niewielki zasób rezerw.

Doświadczenia kryzysu wykazały, że brak prawdziwego międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji, niepewność co do wypełniania tej funkcji przez MFW i zagraniczne banki centralne powoduje, że bez przekonania krajów realizujących strategie akumulacyjne o sprawności i efektywności funkcjonowania międzynarodowych rozwiązań należy spodziewać się dalszej akumulacji rezerw.

Potencjalne ścieżki osiągania dekumulacji rezerw mogą być osiągane na różnych płaszczyznach – globalnej, regionalnej i krajowej. Wspomniana potrzeba budowy na poziomie ponadnarodowym efektywnych instrumentów *liquidity assistane* może być wspierana działaniami realizowanymi na poziomie regionalnym. Kraje azjatyckie zbudowały już w ramach procesów regionalnej integracji gospodarczej pewne instrumenty uniezależniające je od inicjatyw ponadnarodowych. Należy tu wymienić pooling rezerw, który w trakcie kryzysu przybrał formę multilateralizacji porozumienia Chiang Mai (CMIM), jednak uważam, że jego skala jest jeszcze zbyt mała (jego zdolność pożyczkowa stanowi jedynie 2,5% rezerw walutowych krajów ASEAN +3), by porozumienie stało się impulsem do dekumulacji. Jeśli jednak uwzględnimy inne podejmowane regionalnie inicjatywy, jak budowa azjatyckiego funduszu obligacji (Asian Bond Market Initiative, Asian Bond Fund), których celem jest efektywny „recycling" azjatyckich oszczędności w regionie i transformowanie ich w inwestycje, wraz z rozwojem rynku obligacji denominowanych w walutach lokalnych, czy też powstanie AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office), mającego sprawować regionalny nadzór ekonomiczny, widzimy zarysowującą się aktywną rolę płaszczyzny regionalnej w potencjalnej dekumulacji rezerw.

Istotnym obszarem działań może być wzmacnianie regulacji ostrożnościowych w sektorze finansowym. Regulacje zmierzające do ograniczania nierównowag sektora prywatnego mogą przyczynić się do zredukowania popytu na rezerwy. Silne bilanse sektora prywatnego, istniejące ograniczenia dla ryzyka kursowego, kredytowego i płynnościowego mogą chronić sektor prywatny przed nagłymi ruchami kapitałów lub zmiennymi nastrojami rynków, zatem redukować potrzebę budowania rezerw walutowych przez bank centralny dla celów realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w walutach zagranicznych. Silny nadzór i regulacje mogą minimalizować ryzyka włączone w bilanse instytucji finansowych i redukować prawdopodobieństwo zgłaszania przez nie popytu na płynność walutową w banku centralnym. W trakcie kryzysu niektóre kraje wzmocniły regulacje ostrożnościowe, co ułatwiło im zarządzanie zmiennymi warunkami płynnościowymi wynikającymi z obecności zagranicznych pasywów w sektorze finansowym.

Z punktu widzenia prowadzonych w pracy rozważań dekumulacja rezerw może stanowić kluczowy mechanizm prowadzący do zawężania nierównowag globalnych, a poprzez to stabilizowania międzynarodowego systemu walutowego. Ranga pozostałych instrumentów w literaturze przedmiotu jest przedmiotem ożywionych dyskusji. Pojawiające się w skali ponadnarodowej konflikty o charakterze polityczno-ekonomicznym, przybierające głównie formę „wojen walutowych" („*currency wars*") są symptomem głębokiego braku konsensusu w sprawie mechanizmu i optymalnej ścieżki dostosowań realnych.

W dyskusji nad kierunkami wzmacniania stabilności msw i obszarami działań dostosowawczych należy uwzględniać także kraje, które stają się dotknięte globalną konstelacją kursów walutowych i przepływów kapitału, mających swoje źródło w nierównowagach globalnych. Są to kraje *emerging markets*, które przyjęły reżimy płynnych kursów walutowych i stają się niejako „ofiarami" polityki stabilizowania kursów w innych krajach, doświadczając znacznych napływów kapitału i aprecjacji kursu. Dlatego też problem kształtowania się globalnych konstelacji kursów należy traktować jako nie tylko bilateralny konflikt na linii Chiny–USA, lecz konflikt o znacznie większej „sile rażenia".

Uznając istotną rolę kursu walutowego w procesie dostosowawczym i stabilizacyjnym oraz trudności z włączeniem go w te procesy, wyrażono w pracy stanowisko, że kluczowe jest ponadnarodowe zarządzanie nierównowagami. Dlatego też, mimo braku jak dotychczas spektakularnych osiągnięć z globalnym zarządzaniem nierównowagami, pozytywnie należy ocenić utworzenie ponadnarodowego forum zajmującego się tym obszarem. Powołanie w ramach G20 *Framework for Strong, Sustainable Balances and Growth* może stać się właściwym kierunkiem stabilizowania gospodarki globalnej. Należy przy tym zauważyć, że ponadnarodowe zarządzanie nierównowagami globalnymi powinno, oprócz polityki kursowej gospodarek systemowo ważnych, zaangażować się w takie obszary, jak:

– stworzenie zasad postępowania dla wprowadzania ewentualnej kontroli napływu kapitału,

– stworzenie bardziej efektywnych możliwości ubezpieczania się krajów przez szokami zewnętrznymi,

– stworzenie efektywnych narzędzi monitorowania działań zwiększających stopę oszczędności w krajach deficytowych i reform strukturalnych zwiększających popyt wewnętrzny w krajach nadwyżkowych.

Jestem przekonana, że wszelkie działania ukierunkowane na zmniejszanie nierównowag globalnych powinny być osiągane jednocześnie na płaszczyźnie ponadnarodowej, regionalnej i narodowej.

Z punktu widzenia działań realizowanych na szczeblu narodowym kluczowe znaczenie mają w przypadku krajów nadwyżkowych działania zwiększające konsumpcję (Chiny) oraz inwestycje (Niemcy). W przypadku Chin za szczególnie istotny obszar reform strukturalnych należy uznać reformy budujące *social safety net*. W tym kontekście pozytywnie należy ocenić wdrażany 12. Plan Pięcioletni, skoncentrowany na podnoszeniu dochodów gospodarstw domowych, wspieraniu konsumpcji i sprzyjający ekspansji sektora usług. Jeśli w nadchodzących latach te kierunki reform strukturalnych byłyby osiągane, Chiny mogłyby przekierować osiąganie spadku nadwyżki CA z wiodącej roli inwestycji w kierunku konsumpcji. Stanowiłoby to gwarancję bardziej trwałego równoważenia pozycji zewnętrznej i przyczyniłoby się do bardziej zbilansowanego, zrównoważonego wzrostu globalnego.

Główny kraj deficytowy (USA) potrzebuje działań zwiększających krajową stopę oszczędności poprzez konsolidację fiskalną. Pozostałe kraje deficytowe potrzebują reform strukturalnych w celu podbudowy konkurencyjności.

Istotne miejsce w procesach redukcji nierównowag powinny odgrywać działania w obszarze systemowym, zmierzające do takiego ukształtowania msw, które przyczyniłoby się do usuwania asymetrii w systemie, a przez to zwiększania jego stabilności. Działania te należy postrzegać jako cel długookresowy, ze względu na – jak wskazują doświadczenia historyczne – trudności w osiąganiu konsensusu międzynarodowego w tej dziedzinie. Szczególnie istotne są działania w dwóch obszarach:

– stworzenia nowego modelu kreacji waluty międzynarodowej, co mogłoby przełamać „monopol naturalny" USD. Spośród wielu przytaczanych koncepcji najbardziej racjonalnym rozwiązaniem wydaje mi się promowanie wyłaniania się wielodewizowego systemu walutowego, opartego na konkurencji międzynarodowej. Wśród walut mogących odegrać rolę waluty międzynarodowej powszechnie zwraca się uwagę na EUR. W moim odczuciu, w długim okresie, istnieją przesłanki ku powolnemu internacjonalizowaniu się waluty chińskiej. Internacjonalizowanie RMB mogłoby stać się istotnym czynnikiem zawężania nierównowag globalnych. Ewolucja msw w kierunku systemu opartego na SDR-ach lub ponadnarodowym pieniądzu, mimo atrakcyjności intelektualnej takich koncepcji, wydają mi się politycznie i logistycznie rozwiązaniami niewykonalnymi;

– stworzenie nowego modelu ponoszenia ciężaru dostosowawczego. Istnieje coraz większa świadomość konieczności włączania krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze. Wydaje mi się, że warunkiem skuteczności takich działań powinno być stworzenie systemu opartego na sankcji finansowej, co mogłoby w największym stopniu dyscyplinować kraje nadwyżkowe.

Aneks 3. Bilans rachunku obrotów bieżących (w mld USD)

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2018
Kraje rozwinięte	–383,2	–426,2	–317,7	–478.8	–54,0	–9,0	–77,3	–58,1	–50,0	–56,5	–163,1
USA	–745,8	–800,6	–710,3	–677,1	–381,9	–442,0	–465,9	–475,0	–473,5	–516,7	–739,1
Strefa euro	50,3	53,6	46,1	–96,9	30,6	64,5	78,4	221,4	294,9	302,5	361,1
Japonia	166,1	170,9	212,1	159,9	146,6	204,0	119,3	59,0	63,5	97,8	102,9
Inne kraje rozwinięte	146,1	149,9	134,3	135,3	150,7	164,4	190,9	136,5	65,1	59,8	112,0
Kraje *emerging markets* i rozwijające się	414,5	635,8	619,1	675,8	268,9	334,9	486,8	394,4	296,3	215,8	248,9
Regiony											
Europa Środkowo-Wschodnia	–61,3	–88,9	–136,7	–160,0	–49,6	–82,9	–119,5	–79,3	–92,9	–101,7	–159,8
Wspólnota Niepodległych Państw	87,5	96,1	71,2	108,4	42,1	71,9	112,3	85,3	53,8	29,6	–15,0
Azja	142,0	271,4	402,8	426,9	288,1	232,0	178,8	130,4	145,0	188,9	504,5
Ameryka Łacińska i Karaiby	36,1	47,9	7,3	–38,8	–28,8	–60,7	–75,5	–99,5	–102,3	–126,6	–191,1
Środkowy Wschód i Afryka Płn.	212,0	281,6	264,5	341,7	44,7	189,1	408,3	393,1	338,8	281,7	189,9
Afryka Subsaharyjska	–1,8	27,8	9,9	–2,4	–27,5	–14,4	–17,6	–35,6	–46,2	–56,1	–79,6

Uwaga: Dla roku 2013, 2014 i 2018 są to projekcje MFW. Inne kraje rozwinięte to gospodarki rozwinięte z wyłączeniem USA, strefy euro i Japonii. Wśród krajów Wspólnoty Niepodległych Państw uwzględniono: Rosję, Armenię, Azerbejżan, Białoruś, Kazachstan, Republikę Kirgizji, Mołdawię, Tadżykistan, Turkmenistan, Ukrainę, Uzbekistan oraz Gruzję (która, nie będąc członkiem Wspólnoty, została wzięta pod uwagę ze względu na położenie geograficzne i podobieństwo struktur gospodarczych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF, World Economic Outlook.

Aneks 4. Bilans rachunku obrotów bieżących (w % PKB)

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2018
Kraje rozwinięte	–1,1,	–1,2	–0,8	–1,1	–0,1	0,0	–0,2	–0.1	–0.1	–0.1	–0,3
USA	–5,9	–6,0	–5,1	–4,7	–2,7	–3,0	–3,1	–3,0	–2,9	–3,0	–3,5
Strefa euro (całość), w tym:	0,5	0,5	0,4	–0,7	0,2	0,5	0,6	1,8	2,3	2,3	2,5
– Niemcy	5,1	6,3	7,4	6,2	6,0	6,2	6,2	7,0	6,1	5,7	4,7
– Francja	–0,5	–0,6	–1,0	–1,7	–1,3	–1,6	–1,9	–2,4	–1,3	–1,4	0,0
– Włochy	–0,9	–1,5	–1,3	–2,9	–2,0	–3,5	–3,1	–0,5	0,3	0,3	0,1
– Hiszpania	–7,4	–9,0	–10,0	–9,6	–4,8	–4,5	–3,7	–1,1	1,1	2,2	3,6
– Austria	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,4	0,6	2,0	2,2	2,3	2,3
– Grecja	–7,6	–11,4	–14,6	–14,9	–11,2	–10,1	–9,9	–2,9	–0,3	0,4	1,4
Japonia	3,6	3,9	4,9	3,3	2,9	3,7	2,0	1,0	1,2	1,9	1,7
Norwegia	16,5	16,4	12,5	16,0	11,7	11,9	12,8	14,2	11,7	10,9	8,2
Szwajcaria	13,6	14,4	8,6	2,1	10,5	14,3	8,4	13,4	12,6	12,3	11,6
Wielka Brytania	–2,1	–2,9	–2,3	–1,0	–1,3	–2,5	–1,3	–3,5	–4,4	–4,3	–2,6
Kraje rozwijające się i *emerging markets*	3,8	4,9	3,9	3,5	1,5	1,5	1,9	1,4	1,0	0,7	0,6
Europa Środ.--Wsch., w tym:	–5,2	–6,8	–8,4	–8,3	–3,1	–4,7	–6,3	–4,3	–4,7	–4,9	–5,9
– Polska	–2,4	–3,8	–6,2	–6,6	–4,0	–5,1	–4,9	–3,6	–3,6	–3,5	–3,6
Wspólnota Niepodległych Państw, w tym:	8,7	7,4	4,2	5,0	2,6	3,6	4,5	3,2	1,9	0,9	–0,4
– Rosja	11,1	9,5	5,9	6,2	4,1	4,6	5,2	4,0	2,5	1,6	0,1
Azja, w tym:	3,6	5,8	6,8	5,8	3,7	2,5	1,6	1,1	1,1	1,3	2,3
– Chiny	5,9	8,5	10,1	9,3	4,9	4,0	2,8	2,6	2,9	2,9	4,3
– Malezja	14,4	16,1	15,4	17,1	15,5	11,1	11,0	6,4	6,0	5,7	4,5
– Tajlandia	–4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	3,1	1,7	0,7	1,0	1,1	–0,1
– Filipiny	1,9	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	3,2	2,9	2,4	2,0	1,2
– Indie	–1,3	–1,0	–0,7	–2,4	–2,1	–3,2	–3,4	–5,1	–4,9	–4,6	–3,4
Ameryka Łacińska i Karaiby	1,4	1,5	0,2	–0,9	–0,7	–1,2	–1,3	–1,7	–1,7	–2,0	–2,4
Środkowy Wschód i Afryka Płn., w tym:	15,5	17,6	14,1	14,7	2,5	7,7	14,0	12,5	10,8	8,9	4,7
– Arabia Saudyjska	27,4	26,3	22,4	25,5	4,9	12,7	23,7	24,4	19,2	16,1	11,4
– Zjednoczone Emiraty Arab.	12,4	16,3	6,9	7,9	3,5	3,2	9,7	8,2	8,4	7,9	7,3
– Libia	36,8	51,1	44,1	42,5	14,9	19,5	9,1	35,9	25,8	17.,7	–0,4
– Katar	29,9	25,1	25,3	28,7	10,2	26,8	30,4	29,5	29,3	23,7	6,2
Afryka Sub-saharyjska	–0,3	3,9	1,2	–0,3	–3,1	–1,3	–1,4	–2,8	–3,5	–3,9	–4,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF World Economic Outlooks.

Aneks 5. Oficjalne aktywa rezerwowe (w mld SDR)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Wszystkie kraje							
Pozycja rezerwowa w MFW	17,5	13,7	25,1	38,7	48,8	98,3	101,1
SDRy	18,2	18,4	18,9	200,7	199,4	193,6	192,7
Dewizy	3 491,8	4 242,6	4 769,2	5 207,8	6 014,9	6 645,5	6 735,4
Całkowite rezerwy z wyłączeniem złota	3 527,9	4 275,1	4 813,5	5 447,2	6 263,4	6 937,6	7 029,4
Całkowite rezerwy łącznie ze złotem	3 895,8	4 726,5	5 397,2	6 057,2	7 070,7	7 832,3	7 995,4
Kraje rozwinięte							
Pozycja rezerwowa w MFW	12,5	9,3	18,1	27,4	34,5	73,9	76,5
SDRy	13,8	14,0	14,2	129,6	129,5	126,4	125,8
Dewizy	1 497,3	1 539,1	1 617,4	1 772,4	2 007,9	2 213,8	2 219,2
Całkowite rezerwy z wyłączeniem złota	1 524,0	1 562,9	1 650,0	1 929,8	2 172,2	2 414,6	2 422,0
Całkowite rezerwy łącznie ze złotem	1 833,7	1 941,0	2 049,7	2 418,3	2 814,8	3 117,8	3 178,8
Kraje *emerging markets* i rozwijające się							
Pozycja rezerwowa w MFW	5,0	4,4	7,0	11,2	14,3	24,3	24,6
SDRy	4,5	4,3	4,7	71,1	70,0	67,3	67,0
Dewizy	1 994,5	2 703,4	3 151,9	3 435,4	4 007,0	4 431,7	4 516,2
Całkowite rezerwy z wyłączeniem złota	2 003,9	2 712,2	3 163,5	3 517,4	4 091,1	4 523,0	4 607,4
Całkowite rezerwy łącznie ze złotem	2 062,1	2 785,6	3 247,5	3 638,8	4 255,9	4 714,4	4 816,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF Annual Reports.

Zakończenie

Z punktu widzenia celu głównego pracy, koncentrującego uwagę na analizie związków przyczynowo-skutkowych, zatem na charakterze współzależności między ponadopytmalną akumulacją rezerw walutowych a nierównowagami globalnymi, nasuwa się wniosek badawczy, że akumulacja rezerw walutowych jest zarówno przyczyną powstania, samoistnym źródłem utrwalania się nierównowag globalnych, jak i ich efektem.

Akumulacja rezerw walutowych istotnie przyczyniła się do powstawania i narastania nierównowag globalnych zarówno:

– bezpośrednio, poprzez kumulujące się nadwyżki handlowe,

jak i

– pośrednio, poprzez wywieranie nacisku na globalne rynki kapitałowe na skutek popytu na aktywa zagraniczne ze strony, działających w charakterze inwestorów instytucjonalnych, banków centralnych.

Nasuwa się zatem pytanie, czy immanentną cechą gospodarki światowej jest stan, w którym kraje nadwyżkowe, poprzez akumulację rezerw walutowych, zawsze są „skazane" na generowanie nierównowag globalnych? Doświadczenia historyczne gospodarki światowej wykazują, że nie muszą ich generować. Rezerwy walutowe mogą bowiem, przy rozwiniętym krajowym rynku finansowym, być transferowane poprzez sektor prywatny w kapitały, co może naturalnie odblokowywać proces ich narastania. Jak zauważa A. Sławiński, „gdy w XIX wieku Anglia miała ogromne nadwyżki handlowe, Bank Anglii nie >pękał w szwach< od wzrostu rezerw. Czynnikiem, który zapewniał stabilność rezerw walutowych Banku Anglii, był rozwinięty wtedy londyński rynek kapitałowy"[1].

Dlatego też, w celu uchwycenia istoty zjawiska, fenomen współczesnej akumulacji rezerw walutowych należy rozpatrywać zarówno od strony uwarunkowań popytowych, jak i podażowych. Różnorodności motywów akumulacji rezerw towarzyszy bowiem różnorodność rozwiązań podażowych w obszarze alokacji płynności międzynarodowej. Dogłębna analiza uwarunkowań popytowych i podażowych wykazuje, że dynamika ich zmian wyraźnie towarzyszy ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. Dlatego też czynnikiem relatywizującym ocenę, czy nierównowagi globalne są czynnikiem destabilizującym msw, jest postrzeganie tej zależności przez pryzmat zasad funkcjonowa-

[1] A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych", Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17.11.2006.

nia msw, w tym: mechanizmów kreacji waluty i płynności międzynarodowej, mechanizmów dostosowawczych oraz zakresu liberalizacji przepływów kapitałowych w otoczeniu gospodarek systemowo ważnych.

Kryzys finansowy z lat 2007–2009 oraz jego kolejna odsłona, czyli kryzys zadłużeniowy z lat 2009–2012, niezależnie od uznania hierarchii jego czynników sprawczych, unaocznił destabilizacyjną siłę oddziaływania nierównowag globalnych. Paradoksalnie, wykazał, że tradycyjna miara nierównowag płatniczych falsyfikuje się w ocenie podatności kraju na niestabilność globalną. Doświadczenia kryzysu wykazały, że nie saldo CA wpływa na podatność kraju na niestabilność finansową, lecz przepływy kapitałowe brutto, w szczególności ich zapadalność i struktura walutowa. Zatem, w literaturze pokryzysowej coraz częściej pojawiają się głosy[2], że z punktu widzenia ryzyka niestabilności finansowej bardziej zasadne jest posługiwanie się terminem *global liquidity imbalances* (globalne nierównowagi płynnościowe), definiowanymi jako transgraniczne niedopasowanie aktywów i pasywów, w miejsce terminu *global imbalances*. Pojawia się coraz większa świadomość, że globalne nierównowagi płynnościowe są trudnym do poddania, ale istotnym obszarem regulacji, czego wyrazem są rozpoczęte przez BIS i MFW działania w tym obszarze. Wśród działań mogących redukować destabilizacyjny wpływ *global liquidity imbalances* są zarówno takie oczywiste (jak bardziej efektywne monitorowanie cykli globalnej płynności), jak i te bardziej ambitne (jak np. systemowe wykorzystywanie linii swapowych banków centralnych).

Kryzys niewątpliwie sprowokował środowisko międzynarodowe do implementowania środków mających usuwać źródła ryzyka i zniekształceń w gospodarce globalnej, w tym do aktywnego promowania polityki dekumulacyjnej. W tym celu niezbędne jest wspomniane powyżej wypracowanie efektywnych instrumentów alokacji płynności walutowej zarówno na szczeblu bilateralnym, regionalnym, jak i multilateralnym. Innymi obszarami działań pozwalającymi wzmocnić stabilność msw powinny być działania dotyczące podaży waluty międzynarodowej oraz budowania globalnej siatki bezpieczeństwa finansowego.

W analizie postulowanych rozwiązań dotyczących zarządzania nierównowagami globalnymi zwraca uwagę:

1. Od strony poszukiwania płaszczyzny regulacji: forsowanie współdziałania mechanizmów wdrażanych na poziomie narodowym, regionalnym i ponadnarodowym. Istotną rolę przypisuje się działaniom koordynacyjnym podejmowanym w skali globalnej.

2. Od strony poszukiwania instrumentów: podejmowanie działań zmierzających do przebudowy międzynarodowego systemu walutowego (w zakresie przełamania bariery podaży waluty międzynarodowej, problemu popytu na płyn-

[2] Por. P. Gourinchas, *Global imbalances and global liquidity*, Asia Economic Policy Conference: "Asia's role in the post-crisis global economy", 2012.

ność, asymetrii procesów dostosowawczych) równolegle z działaniami aktywnie wpływającymi na kształt krajowych polityk makroekonomicznych i strukturalnych, w tym w szczególności polityki fiskalnej, monetarnej oraz dotyczącej infrastruktury rynków finansowych.

Współistnienie wszystkich płaszczyzn regulacji i szerokiego zakresu instrumentów może przyczynić się do bardziej optymalnej polityki akumulowania rezerw walutowych, a nawet intensywniejszej polityki dekumulacji, a przez to do zmiany kierunków przepływów kapitału i mechanizmów kreacji płynności, co powinno z kolei oddziaływać stabilizacyjnie na międzynarodowy system walutowy.

Bibliografia

Artykuły z prasy specjalistycznej

The accumulation of foreign reserves, ECB Occasional Paper Series, no. 43, February 2006

Ahearne A., Fernald J., Schindler J., *Flying geese or sitting ducks: China's impact on the trading fortunes of other Asian economies*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no. 887/2006

Aizenman J., *International reserves and swap lines in times of financial distress: overview and interpretations*, ADBI Working Paper Series, no. 192/2010

Aizenman J., Glick R., *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, „International Finance" 2009, no. 12

Aizenman J., Jinjarak Y., Park D., *International reserves and swap lines: substitutes or complements?*, NBER Working Paper, no. 15 804/2010

Aizenman J., Lee J., *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserves hoarding*, IMF Working Paper, WP/06/280

Aizenman J., Lee J., *International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence*, NBER Working Paper, no. 11 366, 2005

Aizenman J., Marion N., *The high demand for international reserves in the Far East: what is going on?*, „Japanese and International Economies" 2003, vol. 17

Aizenman J., Marion M., *International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection*, „Economic Journal" 2004, vol. 114

Aizenman J., Pasricha G., *Selective swap arrangements and the global financial crisis: analysis and interpretation*, NBER Working Paper, no. 14 821/2009

Aizenman J., Sun Y., *The financial crisis and sizable international reserves depletion: from fear of floating to the fear of losing international reserves?*, NBER Working Paper, no. 15 308, August 2010

Alberola E., Serena J., *Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging markets*, Banco de Espana, Documentos de Trbajo, 2007

Alberola E., Serena J., *Reserves, Sovereign Wealth Funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena" 2008, vol. 37, no. 3

Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V., *Capital flows in a globalised world: the role of policies and institutions*, NBER Working Papers, no. 11 696/2005

Algieri B., Bracke T., *Patterns of current account adjustment. Insight from past experience*, ECB Working Paper Series, no. 762/June 2007

Allen W., Moessner R., *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008 –2009*, BIS Working Papers, no. 310, May 2010

Angeloni I., *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, Economic Papers, no. 444/July 2011

Arranz-Ruiz M., Zavadjil M., *Are emerging Asia's reserves really too high?*, IMF Working Paper, WP/08/192

Bahmani-Oskooee M., Brown F., *Demand for international reserves: a review article*, „Applied Economics", July 2002, no. 34

Banchs A., Mollejas L., *International monetary asymmetries and the central bank*, „Journal of Post Keynesian Economics", Spring 2010, vol. 32, no. 3

Barnett A., Straub R., *What drives U.S. current account fluctuations?*, ECB Working Paper Series, no. 959

Beaufort Wijnholds de J., Kapteyn A., *Reserve adequacy in emerging market economies*, IMF Working Paper, no. 01/143

Beaufort Wijnholds de J., Sondergaard L., *Reserve accumulation. Objective or by-product?*, ECB Occasional Paper Series, no. 73/November 2007

Beck R., Fidora M., *The impact of Sovereign Wealth Funds on the global financial markets*, ECB Occassional Paper, no. 91/2008

Bems R., Dedola L., *Current account reversals and capital market integration: the adjustment of the US external deficit revisited*, mimeo ECB

Bems R., Dedola L., Smets F., *US imbalances: the role of technology and policy*, „Journal of International Money and Finance" 2007, vol. 26, no. 4.

Ben-Bassat A., Gottlieb D., *On the effect of opportunity cost on international reserve holdings*, „Review of Economics and Statistics", May 1992

Ben-Bassat A., Gottlieb D., *Optimal international reserves and sovereign risk*, „Journal of International Economics" 1992, vol. 33

Berger H., Nitsch V., *The euro's effect on trade imbalances*, IMF Working Paper, 10/226, October 2010

Bernard K., *International reserve adequacy in Central America*, IMF Working Paper, WP/11/144

Bird G., Mandilaras A., *Reserve accumulation in Asia. Lessons for holistic reform of the international monetary system*, „World Economics" 2005, vol. 6, no. 1

Bird G., Willett T., *Multilateral surveillance. Is the IMF shooting for the stars?*", „World Economics" 2007, no. 4

Blanchard O., Giavazzi F., *Rebalancing growth in China: a three-handed approach*", Massachusetts Institute of Technology Department of Economics Working Paper, no. 05-32/2005

Blanchard O., Giavazzi F., *The US current account and the dollar*, NBER Working Paper, no. 11 137, 2005

Blanchard O., Milesi-Ferretti G., *Global imbalances: in midstream*, IMF Staff Position Note, 2009

Blanchard O., Milesi-Ferretti G., *(Why) should current account balances be reduced?*, IMF Staff Discussion Note, March 2011

Blanchard O., Giavazzi F., Sa F., *The US current account and the dollar*, MIT Department of Economics Working Paper, no. 5/2002

Bordo M., *Historical perspective on global imbalances*, NBER Working Paper Series, no. 11 383/May 2005

Borio C., *Global imbalances and the financial crisis: link or no link?*, BIS Working Papers, no. 346, May 2011

Borio C., Disyatat P., *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Paper, no. 292/2009

Bracke T., Bussiere M., Fidora M., Straub R., *A framework for assessing global imbalances*, ECB Occasional Paper Series, no. 78/January 2008

Bracke T., Fidora M., *Global liquidity or global saving glut? A structural VAR approach*, ECB, Working Paper Series, no. 911

Breuss F., Roeger W., Veld J., *Global impact of a shift in foreign reserves to euros*, European Economy, Economic Papers, no. 345/November 2008

Ca'Zorzi M., Chudik A., Dieppe A., *Thousands of models, one story. Current account imbalances in the global economy*, ECB Working Paper Series, no. 1441, June 2012

Caballero R., Farhi E., Gourinchas O., *An equilibrium model of global imbalances and low interest rates*, „American Economic Review" 2008, vol. 98

Caballero R., Krishnamurthy, *Global imbalances and financial fragility*, NBER Working Paper Series, no. 14 688, January 2009

Cheung Y., Sengupta R., *Accumulation of reserves and keeping up with the Joneses: the case of LATAM economies*, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper, no. 21/2010

Cheung Y., Qian X., *Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses*, „Review of International Economics" 2009, vol. 17(4)

Chinn M., Frankel J., *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, NBER Working Paper Series, no. 11 510, July 2005

Chinn M., Ito H., *Current account balances, financial development and institutions: assaying the world's savings glut*, NBER Working Paper, no. 11 761, November 2005

Choi W., Lee I., *Monetary transmission of global imbalances in Asian countries*, IMF Working Paper, WP/10/214

Choi W., Sharma S., Stronmqvist M., *Capital flows, financial integration, and international reserve holdings: the recent experience of emerging markets and advanced economies*, IMF Working Paper, WP/07/151

Clarida R., *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, NBER Working Paper, no. 12 194/2006

Cohen B., *The macrofoundation of monetary power*, www. polsci.ucsb.edu/faculty/cohen, June 2004

Collignon S., *How to handle global imbalances: a role for European monetary cooperation with Asia*, European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, March 2010

Cooper R., *Global imbalances: globalization, demography and sustainability*, „Journal of Economic Perspectives" 2008, vol. 22

Cooper R., *The future of the dollar*, Institute for International Economics, Policy Brief, September 2009

Corden W., *Global imbalances and the paradox of thrift*, Centre for Economic Policy Research, Policy Insight, no. 54, April 2011

Corden W., *Those current account imbalances: a skeptical view*, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research Working Paper, no. 13/06, University of Melbourne, 2006

Corsetti G., Muller J., *Budget deficits and current accounts. Openness and fiscal persistence*, „Economic Policy", October 2006, no. 48,

Coutinho L., *Exchange rate policy: the Euro area, the United States and Asia*, „International Finance" 2009, vol. 12/3

Cova P., Pisani M., Rebucci A., *Global imbalances: the role of emerging Asia*, „Review of International Economics" 2009, vol. 17(4)

Croke H., Kamin S., Leduc S., *Financial market developments and economic activity during current account adjustments in industrial countries*, International Finance Discussion Papers, 827, Board of Governors of Federal Reserve System, Washington D.C. , 2005

De Haan, Schokker H., Tchemeva A., *What do current account reversals in OECD countries tell us about the US case?*, DNB Working Paper Series, no III, August, De Nederlandsche Bank, Amsterdam 2006

De Santis R., Luhrmann M., *On the determinants of external imbalances and net international portfolio flows. A global perspective*, ECB Working Paper Series, no. 651, July 2006

Dąbrowski M., *Czy akumulacja rezerw walutowych przez kraje Azji Wschodniej jest przejawem interwencjonalizmu państwowego*, „Ekonomista" 2009, nr 2

Dąbrowski M., *Rethinking balance-of-payments constraints in a globalized world*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych CASE, Studia i Analizy, nr 330/2006

Debelle G., Galati G., *Current account adjustment and capital flows*, BIS Working Papers, no. 169, February 2005

Decressin J., Stavrev E., *Current accounts in a currency union*, IMF Working Paper, WP 09/127

Domanski D., Fender I., McGuire P., *Assessing global liquidity*, „BIS Quarterly Review", December 2011

Dominguez K., Hashimoto Y., Ito T., *International reserves and the global financial crisis*, NBER Working Paper Series, NBER Working Paper, no. 17 362, August 2011

Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P., *An essay on the revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper, no. 9971/2002

Dooley M., Folkerts-Landau D., Gerber P., *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*, NBER Working Paper, no. 10 332, 2004

Dorrucci E., McKay J., *The international monetary system after the financial crisis*, ECB Occassional Paper Series, no. 123, February 2011

Edwards S., *The end of large current account deficit 1997–2002. Are there lessons for the United States?*, The Greenspan Era: lessons for the future, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005

Edwards S., *On current account surpluses and the correction of global imbalances*, NBER Working Paper Series, no. 12 904/2007

Edwards S., *Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops*, IMF Staff Papers, vol. 51, 2004

Eichengreen B., *The blind men and the elephant*, Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, no. 1, January 2006

Eichengreen B., *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, NBER Working Paper Series, no. 10 497/2004

Eichengreen B., Mathieson D., *The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect*, IMF Working Paper, WP/00/131

Engler P., Fidora M., Thiman C., *External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment*, „Review of International Economics", November 2009, vol. 17(5)

Erceg C., Guerrieri L., Gust C., *Expansionary fiscal shocks and the trade deficit*, International Finance Discussion Paper, no. 825, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005

Essays on trade and finance, IMF, World Economic Outlook, September 2002

Exchange rates and the adjustment of external imbalances, IMF, World Economic Outlook, April 2007

Fahri E., Gourinchas P., Rey H., *Reforming International Monetary System*, Policy Paper, March 2011

The financial crisis and the strengthening of global policy cooperation, „ECB Monthly Bulletin", January 2011

Fischer S., *On the need for an international lender of last resort*, Essays in International Economics, no. 220, Princeton University, November 2000

Flanders M., *The demand for international reserves*, Princeton Studies in International Finance, no. 27, Princeton University, 1971

Fogli A., Perri F., *The great moderation and the US external imbalance*, NBER Working Paper, no. 12 708, 2006

Forbes K., *Global imbalances: a source of strength or weakness?*, „Cato Journal" 2007, vol. 27, no. 2

Frankel J., Saravelos G., *Are leading indicators of financial crisis useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008–2009 global crises*, NBER Working Paper, no. 16047, June 2010

Fratzscher M., Juwenal L., Sarno L., *Asset prices, exchange rates and the current account*, „European Economic Review", December 2009

Fratzscher M., Mehl A., *China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system*, ECB Working Paper Series, no. 1392/October 2011

Freitag S., Schnabl G., *Policy implications of global asymmetric current account positions*, „Review of Economics" 2010

Frenkel J., *The demand for international reserves by developed and less-developed countries*, „Economica" 1974, no. 41

Frenkel J., *International reserves under pegged exchange rates and managed float: corrections and extensions*, „Journal of Monetary Economics" 1980, no. 6

Freund C., *Current account adjustment in industrialized countries*, „Journal of International Money and Finance" 2005, vol. 24, no. 8

Furceri D., Guichard S., Rusticelli E., *Medium-term determinants of international investment positions. The role of structural policies*, OECD Economics Department Working Papers, no. 863, May 2011

Gagnon J., *Current account imbalances coming back*, Institute for International Economics, Working Paper, January 2011

Gagnon J., *Global imbalances and foreign asset expansion by developing-economy central banks*, Institute for International Economics, Working Paper Series, March 2012

Galati G., Wooldridge P., *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?*, BIS Working Papers, no. 218, October 2006

Garcia P., Soto C., *Large hoardings of international reserves: are they worth it?*, Central Bank of Chile, Working Paper, no. 299

Garcia-Herrero A., Koivu T., *China's exchange rate policy and Asian trade*, BIS Working Papers, no. 282, April 2009

Gao H., Yu Y., *Internationalisation of the renminbi*, BIS Papers, no. 61/December 2011

Gaulier G., Lemoine F., *China's emergence and the reorganization of trade flows in Asia*, CEP II, Working Paper, 2006 – 05, Paris 2006

Gerlach-Kristen P., McCauley R., Ueda K., *Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons*, BIS Working Papers, no. 389, October 2012

Getting the balance right: transitioning out of sustained current account surpluses, IMF World Economic Outlook, April 2010

Ghironi F., Lee J., Rebucci A., *The valuation channel of external adjustment*, IMF Working Paper, WP 09/275

Glick R., Rogoff K., *Global versus country-specific productivity shocks and the current account*, „Journal of Monetary Economics" 1995, vol. 35

Global current account imbalances and the euro area, European Commission, Quarterly Report on the Euro Area, October 2005, October 2009, February 2008

Global imbalances: a saving and investment perspective, IMF, World Economic Outlook, September 2005

Global liquidity – concept, measurement and policy implications, Committee on the Global Financial System, BIS, CGFS Papers, no. 45/November 2011

Global imbalances, Report on the European Economy, European Economic Advisory Group, 2006

Globalisation and external imbalances, IMF World Economic Outlook, April 2005

Goldberg L., Tille C., *The internationalization of the dollar and trade balance adjustment*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, no. 255, August 2006

Goldstein M., Lardy N., *China's role in the revised Bretton Woods system: a case of mistaked identity*, Institute for International Economics, Working Paper, no. 05-2/2005

Goldstein M., *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy-neighbour exchange rate policies*, Institute for International Economics, Policy Brief, February 2010

Gourinchas P., Obstfeld M., *Stories of Twentieth century for the Twenty-First*, „American Economic Journal in Macroeconomics", January 2012

Gourinchas P., Rey H., Govillot N., *Exorbitant privilege and exorbitant duty*, University of California, mimeo 2010

Gregorio J., *Global imbalances and exchange rate adjustment*, Documentos de Politica Economica, Banco Central de Chile, no. 15/2005

Griffith-Jones S., Ocampo A., *Sovereign Wealth-Funds: a developing country perspective*, Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by Andean Development Corporation, London, 18.02.2008

Grimes A., *International reserves under floating exchange rates: two paradoxes explained*, „The Economic Record" 1993, vol. 69

Gruber J., Kamin S., *Do differences in financial development explain the global pattern of current account imbalances?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, no. 923, November 2008

Gruber J., Kamin S., *Explaining the global pattern of current account imbalances*, International Finance Discussion Paper, no. 846/2005

Habib M., *Excess returns on net foreign assets. The exorbitant privilege from global perspective*, ECB Working Paper Series, no. 1158/February 2010

Health A., *What explains the US net income balance?*, BIS Working Papers, no. 223/January 2007

Heller H., *Optimal international reserves*, „Economic Journal" 1966, no. 76(June)

Heller R., Mohsin S., *The demand for international reserves under fixed and floating exchange rates*, IMF Staff Papers, vol. 25/1978

Higgins M., Klitgaard T., *Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets*, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, no. 10/2004

Hu Y., *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the state administration of foreign exchange (SAFE)*, European Economy, Economic Papers, no. 421/July 2010

Implications of financing of global imbalances with debt flows, World Economic Outlook, IMF 2009

Issing O., *Conditions for an orderly adjustment in the global economy*, „European Integration" , March 2004, vol. 26, no. 1

Ivanova M., *Hegemony and seigniorage. The planned spontaneity of the U.S. current account deficit*, „International Journal of Political Economy", Spring 2010, vol. 39, no. 1

Jaumotte F., Sodsriwiboon, *Current account imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper, WP/10/139

Jeanne O., *International reserves in emerging market countries: too much of a good thing?*, „Brooking Papers on Economic Activity" 2007, no. 1

Jeanne O., Ranciere R., *The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications*, IMF Working Paper, 06/229, 2006

Jen S., *Sovereign Wealth Funds. What they are and what's happening*, „World Economics" 2007, no. 4

Johnson K., *Gross or net international financial flows: understanding the financial crisis*, Working Paper, Council in Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies, September 2009

Kelly M., *The demand for international reserves*, „American Economic Review" 1970, no. 60

Kim S., Roubini N., *Twin deficits or twin divergence? Fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U.S.*, New York University, Stern, New York 2003

Kobayashi S., Yoshino K., *Capital inflows to emerging countries and their reflux to the United States*, „Bank of Japan Review", January 2011

Kregel J., *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*, „Levy Economics Institute of Bard College", Public Policy Brief, no. 116, 2010

Kunzel P., Lu Y., Petrova I., *Investment objectives of Sovereign Wealth Funds – a shifting paradigm*, IMF Working Paper, WP/11/19

Lafrance R., *China's exchange rate policy: a survey of the literature*, Bank of Canada, Discussion Paper, no. 5/2008

Lago I., Duttagupta R., Goyal R., *The debate on the international monetary system*, IMF Staff Position Note, November 2009

Laibson D., Mollerstrom J., *Capital flows, consumption booms and asset bubbles: a behavioral alternative to the saving glut hypothesis*, „Economic Journal" 2010, vol. 120 (544)

Lane P., Milesi-Ferretti M., *The drivers of financial globalization*, „American Economic Review" 2008, vol. 98(2)

Lane P., Milesi-Ferretti G., *Europe and global imbalances*, IMF Working Paper, WP/07/144

Lane P., Milesi-Ferretti M., *The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries*, „Journal of International Economics" 2001, no. 55

Lane P., Milesi-Ferretti G., *External wealth, the trade balance and the real exchange rate*, „European Economic Review" 2002, vol. 46

Lane P., Milesi-Ferretti M., *Long-term capital movements*, NBER Working Paper, no. 8366/2001

Large external imbalances in the past: an event analysis, IMF World Economic Outlook, 2007

Lee J., *Insurance value of international reserves*, IMF Working Paper, 04/165, 2004

Lin S., *On the international effects of inflation targeting*, „Review of Economics &Statistics" 2010, vol. 92, no. 1

Lim E., Spence M., Hausmann R., *China and the global economy: medium-term issues and options- a synthesis report*, Center for International Development at Harvard University Working Paper, no. 126/2006

Lutkowski K., *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista" 2006, nr 4

Ma G., Haiwen Z., *China's evolving external wealth and rising creditor position*, BIS Working Papers, no. 286, 2009

Macfarlane J., *What are the global imbalances*, Reserve Bank of Australia, Bulletin, October 2005

Malchup F., *The need for monetary reserves*, Reprints in International Finance, no. 5, Princeton University, International Finance Section, 1966

Markowic B., Povoledo L., *Does Asia's choice of Exchange rate regime affect Europe's exposure to US shocks?*, Bank of England Working Paper, no. 318/2007

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

Mattoo A., Subramanian A., *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, Institute for International Economics, Working Paper Series, January 2008

Maziad S., Farahmand P., *Internationalisation of emerging market currencies: a balance between risks and rewards*, IMF Staff Discussion Note, October 2011

McCauley R., *Renminbi internationalization and China's financial development*, „BIS Quarterly Review", December 2011

Medhora R., *The uneven build up of global reserves. Ways forward*, „World Economics" 2007, no. 4

Mello L., Padoan P., *Are global imbalances sustainable?*, OECD Economics Department Working Papers, no. 795, 2010

McKinnon R., *China's exchange rate appreciation in the light of the earlier Japanese experience*, Centre for European Economic Research (ZEW) Discussion Paper, no. 06-035, 2006

McKinnon R., Schnabl G., *A return to soft dollar pegging in East Asia? Mitigating conflicted virtue*, „International Finance" 2004, no. 7

McKinnon R., Schnabl G., *Devaluing the Dollar: a critical analysis for William Cline's case for a New Plaza agreement*, „Journal of Policy Modeling" 2006

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

McKinnon R., Schnabl G., *The case for stabilizing China's exchange rate: setting the stage for fiscal expansion*, „China and the World Economy" 2009

Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J., *Financial integration, financial development, and global imbalances*, „Journal of Political Economy" 2009, vol. 117, no. 3

Mezzacapo S., *The so-called Sovereign Wealth Funds: regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Papers, no. 378, April 2009

Moessner R., Allen W., *Options for meeting the demand for international liquidity during financial crisis*, „BIS Quarterly Review", September 2010

Moghadam R., *Reserve accumulation and international monetary stability*, IMF, April 2010

Mohanty M., Turner P., *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?*, „BIS Quarterly Review", September 2006

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

Obstfeld M., *External adjustment*, „Review of World Economics" 2004, vol. 140(4)

Obstfeld M., Rogoff K, *Global current account imbalances and exchange rate adjustments*, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1/2005

Obstfeld M., Rogoff K., *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, 2009, www. Elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf

Obstfeld M., Shambaugh J., *Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008*, NBER Working Paper, no. 14 826/2009

Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A., *Financial stability, the trilemma, and international reserves*, NBER Working Paper Series, no. 14 217/August 2008

Oil prices and global imbalances, IMF World Economic Outlook, April 2006

Oil scarcity, growth, and global imbalances, IMF World Economic Outlook, April 2011

Ostry J., Ghosh A., Habermeier K., Chamon M., *Capital inflows: the role of controls*, IMF Staff Position Note, 19.02.2010

Olivera J., *A note on the optimal rate of growth of international reserves*, „The Journal of Political Economy" 1969, vol. 77

Ouyang A., Ramkishen Y., Rajan S., Willet T., *Managing the monetary consequences of reserve accumulation in emerging Asia*, „Global Economic Review" 2008, vol. 37, no. 2

Papaioannou E., Portes R., Siourounis G., *Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar*, ECB Working Paper Series, no. 694, November 2006

Pettersson B., *Global imbalances and the US current account deficit*, „Economic Review" 2006, no. 3

Prospects for real and financial imbalances and a global rebalancing, „ECB Monthly Bulletin", April 2010

Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych, „Materiały i Studia NBP", grudzień 2003, z. 170

Putting China's economic expansion in perspective, „ECB Monthly Bulletin", January 2007

Redrado M., Carrera J., Bastourre D., Ibarlucia J., *The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence*, Banco Central de la Republica Argentina, Working Paper, no. 14/2006

Reinhart C., Rogoff K., *Serial default and the paradox of rich-to-poor capital flows*, „American Economic Review" 2004, vol. 94

The risks of international imbalances: beyond current accounts, BIS 81st Annual Report, 2011

Rodrik D., *The real exchange rate and economic growth*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008

Rodrik D., *The social cost of foreign exchange reserves*, NBER Working Papers, no. 11 952, 2006

Rose A., Spiegel M., *International financial remoteness and macroeconomic volatility*, „Journal of Development Economics" 2009, no. 89

Rubaszek M., *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt", lipiec 2006

Rucher E., Wolff G., *External rebalancing is not just an exporter's story: real exchange rates, the non-tradable sector and the euro*, European Economy, Economic Papers, no. 375, March 2009

Rybiński K., *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista" 2006, nr 4

Schmitz B., von Hagen J., *Current account imbalances and financial integration in the euro area*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, no. 7262, April 2009

Schmitz M., *Financial remoteness and the net external position*, ECB Working Paper Series, no. 1330, April 2011

Schnabl G., Freitag S., *As asymmetry matrix in global current accounts*, Universitat Leipzig, Working Paper, no. 76, Januar 2009

Schnabl G., Freitag S., *Reverse causality in global current accounts*, ECB Working Paper Series, no. 1208, June 2010

Serven L., Nguyen H., *Global imbalances before and after the global crisis*, World Bank Policy Research Working Paper no. 5354, June 2010

Sovereign Wealth Funds and global imbalances, Bank of England, Quarterly Bulletin, Q2, 2008

Steiner A., *Central bank's dilemma: reserve accumulation, inflation and financial instability*, University of Manheim, CDSE, September 2010

Tille C., *The impact of exchange rate movements on U.S. foreign debt*, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, vol. 9, no. 1, January 2003

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

Truman E., Wong A., *The case for an international reserve diversification standard*, Institute for International Economics, Working Paper Series, May 2006

Vujanovic P., *Understanding the recent surge in the accumulation of international reserves*, OECD Economics Department, Working Papers, no. 866/2011

Warnock F., *How might a disorderly resolution of global imbalances affect global wealth?*, IMF Working Paper, WP/06/170

Warnock F., Warnock V., *International capital flows and the U.S. interest rates*, International Finance Discussion Papers, no. 840, September 2005, Board of Governors of the Federal Reserve System

White W., *Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?*, BIS Working Papers, no. 193, 2006

Williams M., *Foreign exchange reserves-how much is enough?*, „BIS Review" 2006, no. 1

Williamson J., *Getting surplus countries to adjust*, Institute for International Economics, Policy Brief, January 2011

Woo W., *Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin*, „Zeszyty BRE Bank-CASE" 2007, nr 93

Wooldridge P., *The changing composition of official reserves*, „BIS Quarterly Review", September 2006

Wyplosz C., *The foreign exchange reserve buildup: business as usual?*, Paper presented at the Workshop on Debt, Financer and Emerging Issues in Financial Integration, at the Commonwealth Secretariat in London, March 2007

Xafa M., *Global imbalances and financial stability*, IMF Working Paper, WP/07/111

Yang D., Zhang J., Zhou S., *Why are saving rates so high in China?*, Hong Kong Institute for Monetary Research, no. 31, December 2010

Yonding Y., *Global imblances and China*, „The Australia Economic Review" 2007, vol. 40, no. 1
Yu-Wei H., *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Exchange (SAFE)*, European Economy, Economic Papers, no. 421/July 2010
Zhang Z., *Revisit RMB's exchange rate movement*, „International Economic Review" 2003, no. 11–12

Pozycje monograficzne

Backus D., Lambert F., *Currency account fact and fiction*, Stern School, New York University, 2005
Bernanke B., *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond Virginia, 2005
Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006
Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006
Cline W., *The United States as a debtor nation*, Washington D.C. Institute for International Economics, 2005
Cohen B., *Global monetary governance*, Routledge, 2008
Corden W., *Economic policy, exchange rates, and the international system*, Oxford University Press, 1994
Eichengreen B., *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*, The Cairoli Lectures, 2006
Elson A., *Governing global finance. The evolution and reform of the international financial architecture*, Palgrave 2011
Funabashi Y., *Managing the dollar: from Plaza to Louvre*, Washington D.C., 1989
Grave C., Kaletsky A., Gave L., *Our brave new world*, Gave Kal Research, Hong Kong 2005
Gray H., Dilyard J., *Globalization and economic and financial instability*, An Elgar Reference Collection, 2005
Gros D., Mayer T., Ubide A., *A world out of balance?*, Special Report of CEPS Macroeconomic Policy Group, Brussels 2006
Krugman P., *Currency crises*, University of Chicago Press, Chicago 2000
Liberska B. (red.), *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, PWE, Warszawa 2002
Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa
Najlepszy E., Sobański K., *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa 2010
Pilbeam K., *International finance*, Macmillan Business, 1998
Płowiec U., Orłowski W., (red.), *Bilans płatniczy Polski. Wyzwania i zagrożenia*, PTE, Warszawa 1999
Rymarczyk J. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2010
Saccomanni F., *Managing international financial instability. National tamers versus global tigers*, E. Elgar, 2008
Sławiński A., *Polityka pieniężna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011
Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006
Świerkocki J., *Zarys międzynarodowych stosunków gospodarczych*, PWE, Warszawa 2004
Teunissen J, Akkerman A. (eds), *Global imbalances and the US debt problem*, Fondad the Hague, 2006
Visser H., *A guide to international monetary economics. Exchange rate theories, systems and policies*, E. Elgar, USA 2005

Vernengo M. (ed.), *Monetary integration and dollarisation. No panacea*, Cheltenham, UK, Northampton 2005

Wojtyna A. (red.), *Dostosowania makroekonomicze i mikroekonomiczne w krajach na średnim poziomie rozwoju po kryzysach finansowych*, PWE, Warszawa 2009

Inne (przemówienia, odczyty, komentarze, artykuły – wybrane)

Aziz J., Dunaway S., *China's Rebalancing Act*, „Finance & Development" 2007, no. 44(3)

Bergsten C., *A proposed strategy to correct the Chinese exchange rate*, Testimony Before the Hearing on the Treasury Department's Report on International Economics and Exchange Rate Policies, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, 16.09.2010

Cecchetti S., *Alternatives to self-insurance*, 12.05.2010, www.bis.org

Gourinchas P., *Global imbalances and global liquidity*, Asia Economic Policy Conference: "Asia's role in the post-crisis global economy", manuscript

Gros D., *How to level the capital playing field in the game with China*, CEPS Commentary, Brusssels, Centre for European Policy Studies, October 2010

Hufbauer J., *Patience and the currency wars*, National Interest, 27.10.2010

McCauley R., *The internationalization of the renminbi*, 14.01.2011, www. bis.org

Rajan R., *Perspectives on global imbalances*, remarks at the Global Financial Imbalances Conference, London 23.01.2006

Rogoff K., *Oil and the global economy*, Essay presented at the International Energy Forum Secretariat Meeting, 19.11.2005

Shirkawa M., *Global imbalances and current account imbalances*, BIS central bankers' speeches, 18.02.2011, www. bis.org

Sławiński A., *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych". Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17.11.2006

Williamson J., *The role of international organizations in creating a more stable world economy*, Lecture Delivered at the Emirates Centre for Strategic Studies and Research, Abu Dhabi, 30.11.2010

Spis tabel

Tabela 1. Korelacja ρ (NIIP/PKB, CA/PKB) w podziale na okresy i grupy krajów 41
Tabela 2. Miary współczesnych nierównowag globalnych – podsumowanie 47
Tabela 3. Historyczne epizody nierównowagi globalnej 49
Tabela 4. Asymetria w zmianie wartości aktywów na skutek dewaluacji waluty krajowej .. 73
Tabela 5. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: średnie (*data on average balances*), 1970–2004 75
Tabela 6. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: mediany (*data on median balances*), 1970–2004 76
Tabela 7. Saldo bilansów obrotów bieżących jako % PKB w gospodarce światowej: proporcje krajów posiadających nadwyżki, 1970–2004 77
Tabela 8. Kraje o uporczywie wysokich nadwyżkach (*persistently high CAS*) na rachunku CA (1970–2004), mierzonych jako % PKB 81
Tabela 9. Kraje o uporczywie wysokich nadwyżkach (*persistently high CAS*) na rachunku CA (1970–2004), mierzonych w wartościach absolutnych 83
Tabela 10. Mobilność kapitału i CA, w latach 1984-2008 (rocznie) 120
Tabela 11. Wybrane prace empiryczne dotyczące korekty deficytu na rachunku CA 131
Tabela 12. Stopy oszczędności i inwestycji (jako % PKB, w latach 2000–2004) 162
Tabela 13. Ewolucja wskaźnika aktywów netto/PKB w okresie 2000–2004 dla UGiW i USA 188
Tabela 14. Kierunek bilateralnego handlu towarowego (import i eksport) w stosunku do krajowego/regionu PKB 190
Tabela 15. Średnie roczne stopy zwrotu z inwestycji sektora prywatnego 2001–2005 (jako %) ... 196
Tabela 16. Stopa zwrotu z inwestycji (jako %) 199
Tabela 17. Finansowanie deficytu CA przez sektor prywatny i oficjalny (w mld USD) 200
Tabela 18. Zagranica w posiadaniu amerykańskich papierów wartościowych (3 wiodące kraje), w 2008 r., w mld USD 204
Tabela 19. Zagranica w posiadaniu amerykańskich papierów wartościowych (3 wiodące kraje), jako % walorów w ich portfelu, w 2008 r., w mld USD 204
Tabela 20. Bilans handlowy Chin z sąsiednimi gospodarkami azjatyckimi (w mld USD) 214
Tabela 21. Techniki dostarczania walutowej pomocy płynnościowej 240
Tabela 22. Wzrost rezerw (wg średnich rocznych) i ich zmienność 248
Tabela 23. Optymalny poziom rezerw w modelach badających przezornościowy popyt na rezerwy 270
Tabela 24. Potencjalne ryzyko i koszty akumulacji rezerw 288
Tabela 25. Średniookresowe zniekształcenia, koszty i ryzyka akumulacji rezerw na poziomie ponadoptymalnym 291
Tabela 26. Zasoby rezerw walutowych krajów i ich udział w zasobach globalnych (w %) 299
Tabela 27. Zagraniczne aktywa rezerwowe 300
Tabela 28. Rezerwy walutowe krajów o największym ich udziale (1995–2005, na koniec roku, w mld USD) 301
Tabela 29. Bilans płatniczy w krajach *emerging markets* (skumulowane wartości za dany okres, w mld USD) 310
Tabela 30. Nadwyżka CA a wzrost rezerw w Arabii Saudyjskiej (w mld USD) 311

Tabela 31. Zmiany w bilansie azjatyckich banków centralnych w okresie 2000–2003. Zmiany procentowe w stosunku do PKB ... 315
Tabela 32. Udział walut w oficjalnych aktywach rezerwowych (jako % wszystkich posiadanych aktywów, dane na koniec roku) ... 327
Tabela 33. Kompozycja walutowa oficjalnych rezerw walutowych (stan na koniec roku, w mld SDR) ... 328
Tabela 34. Kompozycja rezerw jako % utrzymywanych rezerw w podziale na regiony – wyniki badań ankietowych ... 329
Tabela 35. Klasyfikacja SWF ... 337
Tabela 36. Rozmiar, cele i struktura inwestycyjna SEAs ... 340
Tabela 37. Główne SWF ... 346
Tabela 38. W kierunku bardziej stabilnego międzynarodowego systemu walutowego – obszary reformy i alternatywne rozwiązania ... 374
Tabela 39. Porozumienia swapowe zawarte przez SRF z innymi bankami centralnymi (w mld USD) ... 383
Tabela 40. Porozumienia swapowe uruchomione przez Rezerwę Federalną (w mld USD), EBC (w mld euro), NBCh (Narodowy Bank Chin, w mld yuan) ... 388
Tabela 41. Czynniki internacjonalizacji walut (USD, EUR, RMB) ... 400
Tabela 42. Linie swapowe NBCh (w mld CNY) w latach 2008–2009 ... 433
Tabela 43. Zakres międzynarodowego/regionalnego wykorzystania RMB ... 434

Spis wykresów

Wykres 1. Suma bilansów CA w gospodarce światowej (w mld USD, jako % światowego PKB) ... 36
Wykres 2. Średnia dyspersja bilansów CA ... 38
Wykres 3. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (jako % światowego PKB) ... 40
Wykres 4. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna brutto (jako % światowego PKB) ... 40
Wykres 5. Kompozycja aktywów i pasywów zagranicznych brutto USA (w odniesieniu do PKB) ... 46
Wykres 6. Bilanse banków centralnych w krajach centrum i peryferyjnych ... 71
Wykres 7. Oszczędności gospodarstw domowych w USA a bilans CA (w % PKB) ... 147
Wykres 8. Oszczędności netto sektora gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i rządu w USA i ich wkład do bilansu CA w latach 1980–2005, w % PKB ... 154
Wykres 9. Międzynarodowe przepływy kapitałowe według kategorii krajów i rodzajów instrumentów (w trylionach USD) ... 171
Wykres 10. Kształtowanie się CAD i realnego efektywnego kursu USD. Indeks realnego kursu efektywnego ważonego handlem (1988 = 100) ... 193
Wykres 11. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna USA i skumulowany deficyt CA w okresie 1993–2006 (w mld USD) ... 198
Wykres 12. Deficyt CA w USA i napływy kapitału (wskaźnik PKB) ... 203
Wykres 13. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w Japonii ... 208
Wykres 14. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w pozostałych (bez Chin i Japonii) krajach azjatyckich ... 209
Wykres 15. Rachunek CA (w mld USD) oraz stopa oszczędności i inwestycji (jako % PKB) w Chinach ... 211
Wykres 16. Struktura źródeł wzrostu rezerw walutowych (wzrost w %) ... 219
Wykres 17. Światowy całkowity zasób rezerw walutowych, 1948–2004, w USD (w cenach stałych i bieżących) ... 248
Wykres 18. Rezerwy walutowe, 1990-2007 (jako miesięczny import towarów i usług) ... 305
Wykres 19. Rezerwy walutowe, 1990–2007 (jako % krótkoterminowego zadłużenia) ... 306
Wykres 20. Rezerwy walutowe, 1990–2007 (jako % zagranicznych pasywów brutto) ... 306
Wykres 21. Napływy kapitału brutto do USA z krajów *emerging markets* (w mld USD) ... 370
Wykres 22. Nierównowagi globalne (jako saldo CA, w % światowego PKB) ... 373

Spis rysunków

Rysunek 1. Międzynarodowa asymetria monetarna i związek pomiędzy kursem walutowym a krótkoterminową stopą procentową 68
Rysunek 2. Współczesny globalny system walutowy (centra i peryferie) 69
Rysunek 3. Wpływ wzrostu deficytu budżetowego na stopy procentowe i saldo obrotów bieżących 150
Rysunek 4. Okres powstania czołowych 40 SWF 342
Rysunek 5. Inwestorzy instytucjonalni i kategorie aktywów (w trylionach USD) 345
Rysunek 6. SWF i rezerwy walutowe w krajach nadwyżkowych 354
Rysunek 7. Siatka porozumień swapowych 380

Od Redakcji

Joanna Bogołębska ukończyła studia na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego (kierunek: Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze i Polityczne) w 1998 r. Stopień doktora nauk ekonomicznych uzyskała w 2002 r. na podstawie rozprawy pt. *Uczestnictwo w Unii Gospodarczej i Walutowej a polityka monetarna banku centralnego. Analiza procesów dostosowawczych na przykładzie NBP* napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr. hab. Janusza Bilskiego.

Jest autorką ponad 30 publikacji. Jej zainteresowania naukowe koncentrują się na problematyce finansów międzynarodowych, w tym szczególnie mechanizmach funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego, integracji monetarnej i nierównowag globalnych. Brała udział w licznych konferencjach naukowych o zasięgu krajowym i międzynarodowym.

Autorka pracuje w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ. Prowadzi wykłady z finansów międzynarodowych, międzynarodowych stosunków gospodarczych, międzynarodowej integracji gospodarczej, polityki pieniężnej wiodących banków centralnych.