

*Kamila Kuziemska**

PROBLEM NIERÓWNOWAG NA RACHUNKACH OBROTÓW BIEŻĄCYCH W STREFIE EURO

Problem rosnących i trwałych nierównowag zewnętrznych jest najczęściej sprowadzany do deficytu na rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych oraz nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących w państwach Azji Wschodniej i Środkowego Wschodu. Relatywna marginalizacja zjawiska nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w krajach strefy euro może wynikać z faktu, że saldo na tym rachunku całej strefy euro jest w quasi-równowadze.

Analiza nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro ma istotne znaczenie z wielu powodów.

1. Od wczesnych lat 90. XX w. do początku kryzysu gospodarczego zapoczątkowanego w 2007 r. zróżnicowanie sald na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro wzrastało. Część determinant nierównowag była związana z integracją gospodarczo-walutową w Europie oraz możliwa dzięki pogłębianiu integracji finansowej wewnątrz strefy euro.

2. Chociaż kryzys lat 2007–2009 przyczynił się do zmniejszenia różnic sald na rachunkach obrotów bieżących w państwach strefy euro, korekta dotychczasowych różnic konkurencyjności krajów strefy euro jest nieznaczna. Ponadto, tylko część zaobserwowanego zmniejszenia dywergencji sald na rachunkach obrotów bieżących ma charakter strukturalny, reszta ma charakter cykliczny, w efekcie, czego zróżnicowanie sald może wzrosnąć ponownie w kolejnej fazie cyklu koniunkturalnego.

3. Dostosowania sald na rachunkach obrotów bieżących wewnątrz strefy euro stanowią zagrożenie dla wyjścia tego obszaru gospodarczego z recesji. Potencjalną konsekwencją redukcji popytu wewnętrznego, w tym importu, w państwach mających deficyty na rachunkach obrotów bieżących jest dalsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

4. Źródłem części obserwowanych dywergencji sald na rachunkach obrotów bieżących oraz różnic konkurencyjności są wewnętrzne nierównowagi

* Mgr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ

makroekonomiczne. Dyscyplinująca rola kryteriów zbieżności z Maastricht jest ograniczona. W strefie euro brak skutecznych bodźców do przestrzegania dyscypliny budżetowej. Egzemplifikuje to fakt, że w maju 2010 r. istnienie nadmiernego deficytu (wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych) zostało stwierdzone w 20 z 27 państw UE (w tym w 13 z 16 państw strefy euro). Zgodnie z hipotezą bliźniaczego deficytu, istnieje pozytywna zależność pomiędzy saldem budżetu państwa i saldem na rachunku obrotów bieżących w średnim okresie.

5. Saldo na rachunku obrotów bieżących ma znaczenie fundamentalne dla stabilności makroekonomicznej danego obszaru gospodarczego. Konsekwencją utrzymującego się w sposób systematyczny ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących jest wzrost długu zagranicznego. Szczególnie istotna w tym kontekście jest odpowiedź na pytanie, czy istnieje „limit długu zagranicznego” w kraju należącym do unii walutowej oraz w państwie o kursie płynnym (płynnym kierowanym). Potencjalnym efektem osiągnięcia przez dług zagraniczny poziomu postrzeganego przez rynki finansowe za nadmierny jest spadek napływu (lub odpływ) kapitału zagranicznego i wzrost kosztu finansowania w postaci wzrostu rentowności obligacji rządowych, jako premii za rosnące ryzyko wynikające z pogarszającej się wiarygodności kredytowej zadłużonego kraju.

6. Zjawisko nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro jest istotne z punktu widzenia przyszłości integracji walutowej w Europie. Uzasadnionym jest rozważenie rozszerzenia wachlarza kryteriów wejścia do strefy euro o zmienną realną opisującą sytuację konkurencyjną i finansową kraju „na styku” z otoczeniem zewnętrznym (np. udział salda na rachunku obrotów bieżących w PKB, zmiany realnego efektywnego kursu walutowego).

7. Problem nierównowag na rachunkach obrotów bieżących jest ważny w perspektywie potencjalnego pełnego uczestnictwa Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW). Proces konwergencji realnej gospodarki Polski z gospodarkami strefy euro, integracja rynków dóbr i rynków finansowych Polski z rynkami państw strefy euro mogą wpływać na wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących Polski na drodze do pełnego uczestnictwa w UGiW. Były to istotne determinanty narastania ujemnych sald na rachunkach obrotów bieżących uboższych państw strefy euro, np. Grecji, Portugalii, Hiszpanii w okresie poprzedzającym pełne uczestnictwo tych krajów w UGiW.

Konkludując, znaczące nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących wewnątrz strefy euro stanowią problem rangi fundamentalnej tego obszaru gospodarczego. Kryzys wyeksponował potrzebę reform strukturalnych, które muszą być podjęte niezależnie od uwarunkowań cyklicznych, w szczególności w państwach mających deficyty na rachunkach obrotów bieżących.

1. Podstawy teoretyczne równowagi na rachunku obrotów bieżących

Analizując kwestię równowagi na rachunku obrotów bieżących, w tym równowagi w bilansie handlowym, warto zwrócić uwagę na zależność między absorpcją krajową i dochodem narodowym opisaną przez S.S. Alexander (S.S. Alexander, 1952, s. 263) oraz zależność między oszczędnościami krajowymi i inwestycjami krajowymi, w tym dylemat Feldsteina i Horioki.

a) Relacja między produkcją krajową i absorpcją krajową

Z tożsamości dochodu narodowego wynika, że saldo bilansu handlowego odzwierciedla zależność pomiędzy krajową absorpcją i krajową produkcją (2.1, 2.2). Bilans handlowy wykazuje nadwyżkę, gdy produkcja krajowa przewyższa absorpcję krajową (2.3), deficyt, gdy absorpcja krajowa przewyższa produkcję krajową (2.4).

$$Y \equiv \underbrace{C + I + G}_A + \underbrace{(X - M)}_{TB}, \quad (2.1)$$

$$TB \equiv Y - A \quad (2.2)$$

$$Y > A \Leftrightarrow TB > 0 \quad (2.3)$$

$$A > Y \Rightarrow TB < 0 \quad (2.4)$$

gdzie: TB – saldo bilansu handlowego, M – import, X – eksport, A – absorpcja krajowa, Y – produkcja krajowa, G – wydatki rządowe, I – inwestycje, C – konsumpcja.

b) Zależność między oszczędnościami krajowymi i inwestycjami krajowymi

Kraj ma nadwyżkę w bilansie handlowym, gdy krajowe oszczędności są wyższe od krajowych inwestycji (2.6). Gdy krajowe oszczędności są niższe od krajowych inwestycji, kraj ma deficyt w bilansie handlowym (2.7).

$$\underbrace{Y - C - G - I}_S \equiv \underbrace{X - M}_{TB} \quad (2.5)$$

$$TB \equiv S - I$$

$$S > I \Rightarrow TB > 0 \quad (2.6)$$

$$S < I \Rightarrow TB < 0 \quad (2.7)$$

S – oszczędności

c) Dylemat Feldsteina i Horioki

Dylemat, zwany też zagadką, Feldsteina i Horioki pojawił się wraz z opublikowaniem przez M. Feldsteina i C. Horiokę artykułu pt. „*Domestic Saving and International Capital Flows*” w *The Economic Journal* w 1980 r. Przyjmując powszechnie wyznawaną opinię, że kapitał jest nieskończenie mobilny, czyli że każdy kraj może pożyczać lub też udzielać pożyczek innym krajom przy obowiązującej światowej realnej stopie procentowej, M. Feldstein i C. Horioka postawili hipotezę, że oszczędności oraz inwestycje krajowe nie są skorelowane.

W celu weryfikacji hipotezy zaproponowali wykorzystanie regresji przekrojowej stopy inwestycji i oszczędności, postaci:

$$i_i = \alpha + \beta s_i + u_i$$

gdzie: i_i – udział inwestycji (I_i) w PKB kraju i , s_i – udział oszczędności (S_i) w PKB kraju i .

Dla próby złożonej z 16 państw OECD w latach 1960 – 1974, M. Feldstein i C. Horioka uzyskali statystycznie istotne oszacowanie tzw. wskaźnika zatrzymania oszczędności, $\beta = 0,89$, które zinterpretowali jako świadczące o niskiej mobilności kapitału.

O. Blanchard i F. Giavazzi pokazują, że wysoka korelacja pomiędzy krajowymi oszczędnościami i krajowymi inwestycjami, zwana zagadką *Feldsteina - Horioki* uległa istotnemu zmniejszeniu, w szczególności w strefie euro (Blanchard, Giavazzi, 2002, s. 3). A. Ahearne, B. Schmitz, J. von Hagen stwierdzają, że w krajach strefy euro nastąpił zanik powiązania pomiędzy krajowymi inwestycjami i krajowymi oszczędnościami (Ahearne, Schmitz, von Hagen, 2007, s. 26), co wskazuje na przyspieszenie integracji rynków finansowych.

Zależność między dochodem narodowym i absorpcją krajową oraz między inwestycjami krajowymi i oszczędnościami krajowymi uzupełniają się w tłumaczeniu zagadnienia równowagi w bilansie handlowym rachunku obrotów bieżących.

2. Zewnętrzna równowaga *versus* wewnętrzna nierównowaga w strefie euro

Strefa euro jako całość jest w znacznym stopniu finansowo samowystarczalna i w niewielkiej mierze przyczynia się do absorpcji nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w innych częściach świata. Saldo na rachunku obrotów bieżących strefy euro od powstania unii walutowej, czyli 1999 r., wahało się pomiędzy –1% PKB a 1% PKB, w tym w 2009 r. było nieznacznie ujemne i wyniosło –0,6% PKB.

Nierównowagi w bilansach handlowych w krajach strefy euro nie kompensują się wewnątrz strefy euro. Wskazuje na to średni udział importu do strefy euro oraz eksportu ze strefy euro w całości odpowiednio importu i eksportu państw unii walutowej, który w 2009 r. nieznacznie przekroczył zaledwie 50% dla obydwu kategorii handlu (załącznik: tabela 1).

Tabela 1. Udział handlu wewnątrz strefy euro w całości handlu zagranicznego w 2009 r

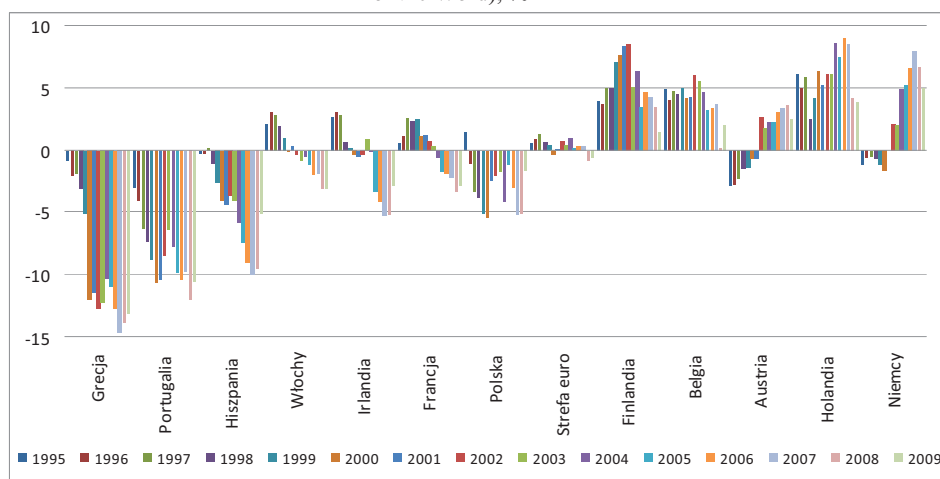
	Udział importu do strefy euro (16) w całości importu (%)	Udział eksportu ze strefy euro (16) w całości eksportu (%)
Francja	58,2	49,4
Holandia	37,7	61,5
Niemcy	46,3	43,1
Włochy	45,9	43,8
Irlandia	25,9	42,2
Grecja	52,8	43,6
Portugalia	71,1	65,0
Hiszpania	51,5	57,6
Belgia	61,1	62,9
Luksemburg	68,4	71,4
Finlandia	36,9	31,2
Austria	67,0	54,5
Malta	54,7	34,0
Słowacja	39,2	49,1
Słowenia	59,8	53,1
Cypr	59,0	52,1
ŚREDNIA	52,2	50,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Ponadto, udział deficytów wobec pozostałych krajów strefy euro w całości deficytów w bilansach handlowych poszczególnych państw unii walutowej jest zróżnicowany, wynosząc w 2009 r. w Portugalii 81%, Grecji 57%, Hiszpanii 32%. W przypadku państw mających nadwyżki w bilansach handlowych analogiczne udziały w 2009 r. wyniosły dla Belgii 99%, dla Irlandii 62%, dla Niemiec 27%. Oznacza to, że część (w przypadku niektórych państw znaczącą) nierównowag w bilansach handlowych stanowią deficyty/nadwyżki z krajami spoza strefy euro.

Choć strefa euro, jako całość, jest w quasi-równowadze, istnieją znaczące różnice sald na rachunkach obrotów bieżących w państwach ją tworzących. W 2009 r. do państw, mających nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących w relacji do PKB (%) należały: Luksemburg (5,6), Niemcy (5,0), Holandia (3,9), Austria (2,5), Belgia (2,0) oraz Finlandia (1,5). Luksemburg, Holandia, Finlandia i Belgia od połowy lat 90. XX w. wykazywały permanentne nadwyżki na swoich rachunkach obrotów bieżących. Przykładami państw, których salda na rachunkach obrotów bieżących zmieniły znaki z ujemnych na dodatnie są: Niemcy i Austria (2002 r.) (załącznik: wykres 1, tabela 2).

Wykres 1. Saldo na rachunku obrotów bieżących (Balance on current transactions with the rest of the World), % PKB



Źródło: European Commission Economic and Financial Affairs, AMECO database (storage of 24 June 2010).

Tabela 2 Saldo na rachunku obrotów bieżących (ang. balance on current transactions with the rest of the world), mrd ECU/EUR

Państwo	1995	2009
Belgia	10,5	6,9
Niemcy	-23,0	120,0
Irlandia	1,4	-4,8
Grecja	-0,8	-31,2
Hiszpania	-1,1	-53,6
Francja	6,3	-56,3
Włochy	18,5	-48,0
Cypr	-0,1	-1,4
Luksemburg	1,9	2,1
Malta	-0,3	-0,2
Holandia	19,8	22,0
Austria	-5,2	6,9
Polska	1,5	-4,9
Portugalia	-2,6	-17,2
Słowenia	-0,1	-0,3
Słowacja	0,4	-2,0
Finlandia	4,0	2,5

Źródło: European Commission Economic and Financial Affairs, AMECO database (storage of 24 June 2010).

Pozostałe kraje strefy euro w 2009 r. miały deficyty na rachunkach obrotów bieżących, przy czym największe ujemne salda w relacji do PKB (%) odnotowały: Grecja (13,1), Portugalia (10,5), Cypr (8,5), Hiszpania (5,1), Słowacja (3,1). Grecja, Portugalia i Hiszpania w połowie lat 90. XX w. miały salda na rachunkach obrotów bieżących bliskie stanom równowagi. Od tego czasu ujemne salda na ich rachunkach obrotów bieżących miały trend wzrostowy. W całym okresie istnienia UGiW Grecja, Portugalia oraz Hiszpania odnotowywały deficyty na swoich rachunkach obrotów bieżących (załącznik: wykres 1).

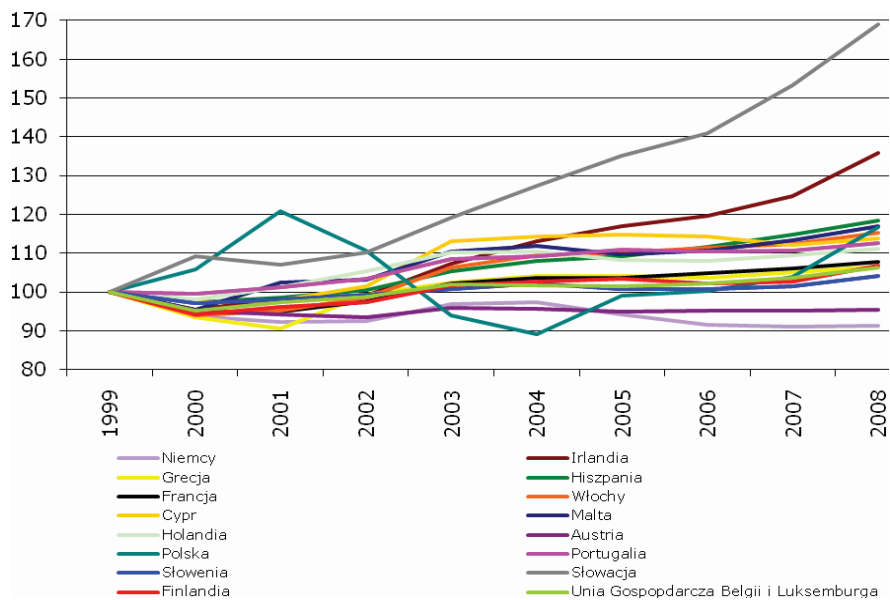
W literaturze przedmiotu dominuje pogląd, że saldo na rachunku obrotów bieżących zależy od poziomu kursu walutowego, popytu w kraju oraz popytu za granicą. Ważnymi determinantami tej kategorii makroekonomicznej są także czynniki międzyokresowe, do których należą chęć gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji w czasie oraz chęć przedsiębiorstw do maksymalizacji swoich zysków. Przyczynami nierównowagi na rachunku obrotów bieżących mogą być ponadto oczekiwania dotyczące tempa konwergencji, czyli przyszłego tempa wzrostu PKB *per capita* oraz dostęp do zagranicznego finansowania. Oznacza to, że nierównowaga na rachunku obrotów bieżących nie musi wynikać z niewłaściwego poziomu kursu walutowego, czy nadmiernego popytu w kraju, czy za granicą. Może ona być związana z pewnymi długookresowymi procesami konwergencji oraz warunkami, określającymi dostęp do zagranicznych rynków finansowych.

3. Wzrost nierównowag w strefie euro w latach 1995–2007

Z punktu widzenia możliwości wyciągnięcia wniosków dla Polski w świetle potencjalnego, pełnego uczestnictwa w UGiW uzasadniona jest analiza ewolucji sald na rachunkach obrotów bieżących tzw. peryferyjnych krajów strefy euro, w szczególności Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii, przed oraz w okresie uczestnictwa tych krajów w strefie euro. Kontrprzykładem pod względem ewolucji konkurencyjności gospodarki, skutkującej nadwyżką na rachunku obrotów bieżących, są Niemcy. Poniższa analiza koncentruje się na determinantach sald na rachunkach obrotów bieżących tych państw.

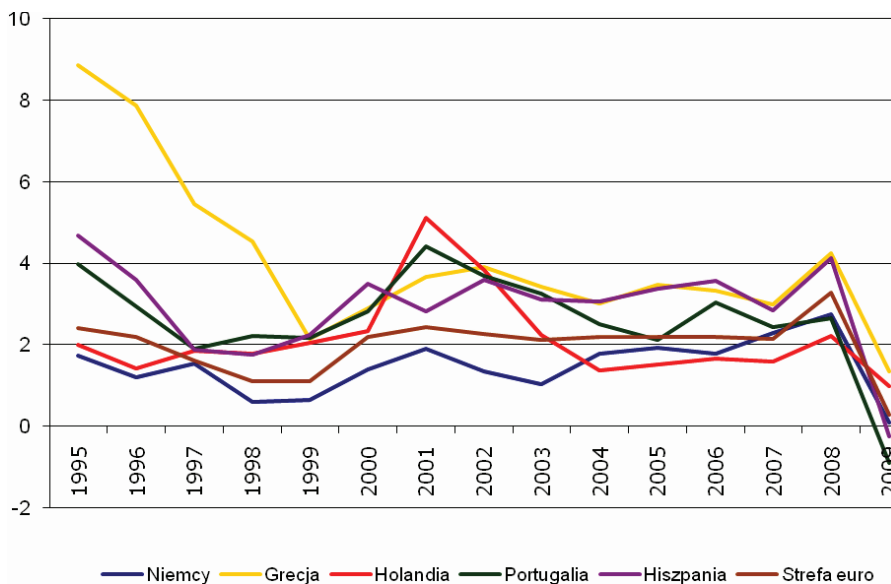
B. Bitzis, J. M. Paleologos, Ch. Papazoglou dokonali analizy determinant sald na rachunku obrotów bieżących Grecji w latach 1995–2006. Wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących jest przypisywany licznym czynnikom, z których część, bezpośrednio lub pośrednio, jest związana z akcesją Grecji do UGiW (Bitzis, Paleologos, Papazoglou, 2008, s. 1).

Wykres 2 Realny efektywny kurs walutowy (indeks 1999 = 100, wzrost indeksu oznacza spadek konkurencyjności) krajów strefy euro i Polski



Źródło: Eurostat.

Wykres 3 Inflacja, średnie roczne ceny konsumpcyjne, %



Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2010.

Do głównych determinant salda na rachunku obrotów bieżących Grecji należą:

- Stopniowa erozja konkurencyjności cenowej Grecji – aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego (załącznik: wykres 2), indeks cen konsumpcyjnych trwale utrzymujący się powyżej średniej dla strefy euro (załącznik: wykres 3), wzrost relatywnych jednostkowych kosztów pracy w stosunku do pozostałych krajów strefy euro, uczestnictwo w unii walutowej uniemożliwiające poprawę konkurencyjności cenowej poprzez zmianę nominalnego kursu walutowego.

- Pogorszenie sytuacji fiskalnej państwa w latach 2000–2005. Brak klarownego podejścia do kwestii zależności pomiędzy saldem na rachunku obrotów bieżących i saldem budżetu państwa ma swoje odzwierciedlenie w hipotezie bliźniaczego deficytu oraz ekwiwalencji Ricardo¹.

- Wzrost popytu wewnętrznego, zarówno konsumpcyjnego jak i inwestycyjnego. Wzrost wydatków konsumpcyjnych, odzwierciedlał wpływ liberalizacji finansowej, która miała miejsce do połowy lat 90. XX w. oraz znaczący spadek stóp procentowych w następstwie przystąpienia Grecji do UGiW. Po 2000 r., wobec organizacji Igrzysk Olimpijskich w 2004 r., miał także miejsce wzrost popytu inwestycyjnego, którego efektem był wzrost importu.

Ważną determinantą salda na rachunku obrotów bieżących jest realny efektywny kurs walutowy (załącznik: wykres 2). Warto zwrócić uwagę na analizę okresu uczestnictwa drachmy greckiej w ERM dokonaną przez Rozkruta i Worete (2005). Drachma grecka została włączona do ERM 16 marca 1998 r. Kurs centralny został wyznaczony na poziomie 1 ECU = 357 GRD, czyli o 12,3% słabszym od kursu rynkowego z 12 marca 1998 r. Jednym z czynników wziętych pod uwagę przy wyznaczaniu parytetu centralnego, a tym samym skali dewaluacji, było założenie, że realny efektywny kurs waluty Grecji w 1994 r. był zgodny z kursem równowagi, ponieważ w tym czasie rachunek obrotów bieżących był prawie w równowadze. W następstwie prowadzenia polityki antyinflacyjnej w drugiej połowie lat 90. XX w. opartej na mocnym kursie drachmy, w styczniu 1998 r. realny efektywny kurs waluty greckiej był o około 13% mocniejszy od średniorocznego kursu z 1994 r. Skala dewaluacji była

¹ Hipoteza bliźniaczego deficytu. Według licznych modeli istnieje pozytywna zależność pomiędzy saldem budżetu państwa i saldem na rachunku obrotów bieżących w średnim okresie. Poprawa salda budżetu państwa może prowadzić do wzrostu oszczędności krajowych, implikując poprawę salda na rachunku obrotów bieżących. Ponadto, zgodnie z poglądem komplementarności inwestycji prywatnych i publicznych, wzrost inwestycji publicznych może stymulować inwestycje prywatne (Chinn M. D., Prasad E. S., 2002, s. 50).

Teoria ricardiańska. Zmiana oszczędności publicznych (wzrost/spadek) powoduje ekwiwalentną zmianę oszczędności prywatnych (spadek/wzrost), w rezultacie nie prowadzi do zmiany oszczędności krajowych i salda na rachunku obrotów bieżących (E. Najlepszy, 2008, s. 87). Wzrost inwestycji publicznych (ang. public dissaving), prowadzący do wzrostu zadłużenia sektora publicznego, może wypierać inwestycje prywatne (Chinn M.D., Prasad E.S., 2002, s. 50).

zatem bliska wielkości realnej aprecjacji od 1994 r. W rzeczywistości, osiągnięta w 1994 r. równowaga zewnętrzna wynikała głównie ze spowolnienia gospodarczego w Grecji i niskiego popytu wewnętrznego. Deficyt na rachunku obrotów bieżących możliwy do sfinansowania w średnim okresie napływem stabilnego kapitału zagranicznego to około 2% PKB (Rozkrut, Woreta, 2005, s. 25). Od 1997 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących Grecji był wyższy i rosnący, co może stanowić potwierdzenie hipotezy o wyznaczeniu centralnego parytetu drachmy w ERM/ERM II na zbyt mocnym poziomie. Biorąc pod uwagę wyżej wspomniane czynniki, wskazujące na przewartościowanie drachmy, wskazywano na potrzebę większej, niż dokonana, dewaluacji waluty greckiej, tj. o około 20–25%. Władze Grecji obawiały się jednak, że tak wysoka dewaluacja drachmy będzie wpływać zbyt silnie na oczekiwania inflacyjne, wzrost płac, a w następstwie presję na wzrost inflacji uniemożliwiającą spełnienie kryterium konwergencji z Maastricht. W rezultacie zdecydowano się na mniejszą dewaluację, tj. o 12,3% i na przyjęcie przewartościowanego kursu drachmy. Ceną było pogorszenie konkurencyjności prowadzące do wzrostu ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących Grecji w kolejnych latach (Rozkrut, Woreta, 2005, s. 25).

W kontekście konkurencyjności gospodarki, warto przyjrzeć się dokładniej **Portugalii**. O. Blanchard wskazuje, że w drugiej połowie lat 90. XX w., w perspektywie wejścia do strefy euro, w Portugalii znacząco spadły stopy procentowe oraz oczekiwano szybszego wzrostu gospodarczego, co doprowadziło do spadku oszczędności prywatnych i wzrostu inwestycji. Rezultatem był wysoki wzrost produkcji, spadające bezrobocie, wzrastające płace i szybko rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących. Wzrost płac przewyższał wzrost produktywności pracy. Boom inwestycyjny zakończył się, a wobec niespełnionych oczekiwań, oszczędności prywatne wzrosły. Deficyt budżetowy częściowo kompensował wzrost oszczędności prywatnych, ale nie na tyle, aby uniknąć spowolnienia gospodarczego. Przewartościowanie kursu walutowego, rezultat presji na płace w okresie boomu, powodowało utrzymujący się wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących (Blanchard, 2006, s. 2).

Trzecim państwem, któremu poświęcona jest niniejsza analiza jest **Hiszpania**. Od 1998 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB Hiszpanii ma generalnie tendencję rosnącą (załącznik: wykres 1). Można mieć wrażenie, że przyczyny tego stanu są związane z wejściem Hiszpanii do strefy euro. Ważną determinantą wzrostu ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących Hiszpanii był napływ kapitału międzynarodowego, efekt niższych barier dla przepływu kapitału w ramach UGiW oraz oczekiwań wyższego wzrostu gospodarczego. Większa dostępność kapitału po niższym koszcie stymulowała wyższą konsumpcję (spadek oszczędności), podczas gdy wyższe oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji oraz niższy koszt finansowania prowadziły do wzrostu inwestycji. Wyższy poziom oszczędności w niektórych państwach

strefy euro (szczególnie w Niemczech), niższy wzrost gospodarczy oraz niższa oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w tych państwach przyczyniała się do większej dostępności kapitału i niższego kosztu finansowania na poziomie całej strefy euro, w tym w Hiszpanii.

Początkowo oczekiwania wzrostu gospodarczego w Hiszpanii sprawdzały się (średnia roczna stopa wzrostu realnego PKB w latach 2000–2008 wynosiła 3,3% w Hiszpanii oraz, dla porównania, 2,0% w strefie euro (16)). Ponieważ od połowy lat 80. XX w. produktywność spadała, źródłem wyższego wzrostu gospodarczego musiało być bardziej intensywne wykorzystanie kapitału i pracy. Obok większej dostępności kapitału po niskim koszcie, źródłem wzrostu popytu był czynnik imigracyjny. Wzrost imigracji w latach 1996 – 2006 przyczyniał się do większej dostępności siły roboczej oraz wyższego popytu krajowego (La Caixa, 2006, s. 61–62).

Analiza gospodarki Hiszpanii pokazuje, że bliźniaczy deficyt nie zawsze ma miejsce. Deficytowi na rachunku obrotów bieżących nie koniecznie musi towarzyszyć deficyt budżetowy. Według danych Eurostatu, Hiszpania w latach 2005–2007 miała dodatnie saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych², kształtujące się na poziomach odpowiednio 1%, 2%, 1,9% PKB. Analogiczna sytuacja miała miejsce w Irlandii, w której w latach 2000–2007, za wyjątkiem 2002 r. saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych było dodatnie.

Warto przyjrzeć się dokładniej gospodarce irlandzkiej. Irlandia przez wiele lat miała dodatnie saldo handlowe, ponieważ nadwyżka na rachunku towarowym była wyższa od deficytu na rachunku usług. Saldo handlowe pogorszyło się w latach 2002–2006, spadając z 20% PNB do 12% PNB (załącznik: tabela 3)³. Ujemne saldo dochodów, które obejmuje repatriację dochodów nierezydentów działających w Irlandii, również skurczyło się, spadając z –22% PNB do –17% PNB w analogicznym okresie (załącznik: tabela 3). Równoczesny spadek odpływu kapitału z tytułu repatriowanych zysków oraz spadek eksportu wynika z faktu, że Irlandia jest hubem eksportowym dla licznych korporacji międzynarodowych. Przepływy z tytułu dodatniego salda handlowego oraz ujemnego salda dochodów przez wiele lat w znaczącej części równoważyły się. W latach 2005–2006 miał miejsce wzrost różnicy między tymi saldami (załącznik: tabela 3).

² General government net lending (+)/net borrowing (-) under the EDP (Excessive Deficit Procedure).

³ PNB jest równy PKB powiększonemu o dochody netto z tytułu własności za granicą (nadwyżkę napływu dochodów z tytułu świadczenia usług czynników produkcji za granicą nad odpływem dochodów powstałych w wyniku świadczenia przez cudzoziemców usług czynników produkcji w kraju). Ponieważ w gospodarce Irlandii ważną kategorią są dochody netto z tytułu własności za granicą, punktem odniesienia w analizie jest PNB, nie PKB.

Tabela 3 Wskaźniki makroekonomiczne dla Irlandii, stopy wzrostu (jeśli nie zaznaczono*)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PKB	11.3	13.2	5.3	5.9	5.1	3.2	5.9	5.7
PNB	8.5	12.2	3.9	2.8	5.5	3.9	4.9	6.5
Ceny konsumpcyjne	1.6	5.6	4.9	4.6	3.5	2.2	2.5	4.0
Stopa bezrobocia*	5.6	4.3	3.9	4.4	4.6	4.4	4.4	4.4
Produktywność (PKB na pracownika)	2.8	3.9	4.2	4.6	1.7	1.5	1.0	1.1
Realne wynagrodzenia	3.5	2.0	2.5	0.9	2.8	3.9	3.1	0.9
Wydatki konsumpcyjne	8.3	10.4	5.4	3.8	3.2	3.8	6.6	6.2
Eksport	15.5	19.8	8.6	4.5	0.5	7.3	3.9	4.9
Import	12.4	20.8	7.2	2.4	-1.2	8.6	6.5	5.3
Bilans handlowy % PNB*	15.6	15.0	17.6	20.3	18.3	16.9	13.9	12.0
Bilans dochodów (ang. net factor income) % PNB*	-16.9	-16.5	-18.7	-22.2	-18.6	-17.9	-18.3	-16.6

Źródło: M. O' Brien "Building for the future? Interpreting an "Irish" Current Account Deficit", The Economic and Social Research Institute, Dublin, Winter 2007, s. 85.

Pogorszenie salda handlowego wydaje się być główną przyczyną wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących Irlandii. Powodem tego stanu jest spadek konkurencyjności irlandzkiej gospodarki, który odzwierciedla aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego. Wynika ona z dwóch czynników. Pierwszy to zapoczątkowana w 2000 r. aprecjacja nominalnego kursu walutowego euro względem walut głównych partnerów handlowych Irlandii spoza strefy euro. Drugi to wzrost relatywnych cen konsumpcyjnych w Irlandii w stosunku do cen głównych partnerów handlowych zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz strefy euro. Z uwagi na relatywnie mały udział gospodarki Irlandii w gospodarce strefy euro, kraj ten nie ma większego wpływu na zmiany nominalnego kursu walutowego euro. Przeciwnie, od czynników wewnętrznych mogą zależeć i rzeczywiście zależały zmiany relatywnych cen konsumpcyjnych. Wzrost relatywnych cen konsumpcyjnych można częściowo przypisywać silnemu popytowi wewnętrznemu, stymulowanemu przez wzrost zatrudnienia oraz płac. Wzrost realnych wynagrodzeń przewyższał wzrost produktywności w latach 2003–2005 (załącznik: tabela 3).

Konkludując, we wczesnych latach istnienia unii walutowej w Irlandii miał miejsce wysoki wzrost zarówno konsumpcji krajowej jak i eksportu netto. Z biegiem czasu, w wyniku aprecjacji realnego efektywnego kursu walutowego wzrost eksportu netto obniżył się. Gdyby aprecjacji, wynikającej częściowo ze wzrostu relatywnych cen konsumpcyjnych, towarzyszył wzrost produktywności wyższy od wzrostu realnych wynagrodzeń, można byłoby zmiany kursu wal-

towego postrzegać, jako efekt procesu konwergencji. Relatywnie niski wzrost produktywności sugeruje, jednak bariery strukturalne wskazujące na potrzebę konkurencyjnej dezinflacji oraz dostosowań realnych w Irlandii.

Kontrprzykładem pod względem konkurencyjności, zarówno cenowej, jak i jakościowej, w stosunku do gospodarki greckiej, portugalskiej, hiszpańskiej oraz irlandzkiej jest **gospodarka niemiecka**. W ostatniej dekadzie miały miejsce ważne zmiany na niemieckim rynku pracy: spadek uzwiązkowienia oraz reformy liberalizacyjne przeprowadzone w latach 2003–2004. Zmiany te były podstawą ograniczenia wzrostu realnych wynagrodzeń, wspierając konkurencyjność cenową niemieckich eksporterów. W latach 2000–2008 średnioroczny spadek jednostkowych kosztów pracy w Niemczech wynosił 1,4%, podczas gdy we Francji i w Wielkiej Brytanii średnioroczny wzrost jednostkowych kosztów pracy wynosił odpowiednio 0,8% i 0,9% (The Economist, 2010, s. 13). Gospodarkę niemiecką charakteryzuje relatywnie wysoka konkurencyjność cenowa produkcji oraz stosunkowo duża otwartość na światowy handel (udział eksportu w PKB w 2009 r. wynosił ok. 40%). Pod względem wartości eksportu towarów (FOB), Niemcy zajmują drugą, po Chinach, pozycję na świecie. Pod względem wartości importu towarów (CIF/FOB), Niemcy zajmują również drugą, po Stanach Zjednoczonych, pozycję w rankingu światowym. Efektem wysokich oszczędności i relatywnie niskich inwestycji jest dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących utrzymujące się w Niemczech od 2002 r. Niemal połowa eksportu Niemiec trafia do innych państw strefy euro. Kraje te nie mogą dokonać zewnętrznej dewaluacji (zdewaluować swoich walut), aby zwiększyć swoją konkurencyjność i poprawić salda na swoich rachunkach obrotów bieżących. Mogą natomiast dokonać tzw. wewnętrznej dewaluacji, czyli poprawić swoją konkurencyjność drogą obniżenia kosztów pracy i zwiększenia produktywności. Wewnętrzna dewaluacja w państwach o deficytach na rachunkach obrotów bieżących jest potencjalnym sposobem na redukcję istniejących nierównowag w strefie euro.

4. Korekcyjne dostosowania w latach 2007/2008–2009

Kryzys zapoczątkowany w 2007 r. doprowadził do odwrócenia trendu wzrostowego zróżnicowania sald na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro. Dostosowania dotyczyły zarówno krajów mających deficyty, jak i nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących. W latach 2008–2009 Niemcy, Holandia, Austria, Finlandia odnotowały spadki nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących. W tym samym okresie w Hiszpanii, Portugalii, Grecji, Irlandii nastąpiła redukcja ujemnych sald na rachunkach obrotów bieżących. (załącznik: wykres 1).

Państwa, w których na początku kryzysu istniały duże deficyty na rachunkach obrotów bieżących doświadczyły kombinacji istotnego spadku popytu sektora prywatnego oraz mniej dramatycznego spadku eksportu niż reszta strefy euro. Wzrost oszczędności i spadek inwestycji sektora prywatnego były kompensowane w różnym stopniu, w zależności od kraju, przez wzrosty deficytów budżetowych. Zmianie uległa również kompozycja popytu wewnętrznego, w szczególności substytucja importu produktami krajowymi. Efektem był spadek deficytów na rachunkach obrotów bieżących.

W państwach, w których na początku recesji istniały znaczące nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących, popyt sektora prywatnego okazał się bardziej odporny na perturbacje⁴. W państwach tych, na spadek sald na rachunkach obrotów bieżących miały wpływ rosnące deficyty publiczne. Państwa te, z uwagi na specjalizację eksportową oraz wyższą otwartość na handel, były bardziej wrażliwe na spadek światowego handlu. Efektem był spadek nadwyżek na ich rachunkach obrotów bieżących.

Powyższym dostosowaniom na rachunkach obrotów bieżących nie towarzyszyły znaczące dostosowania w obszarze konkurencyjności. Ostatnie zmiany mogą mieć, zatem charakter, co najmniej częściowo, tymczasowy wynikający z fazy cyklu koniunkturalnego.

W dłuższej perspektywie, na spadek sald na rachunkach obrotów bieżących wskazuje czynnik demograficzny (struktura wiekowa ludności), a mianowicie starzenie się społeczeństw państw unii walutowej. Zgodnie z hipotezą współzależności oszczędności krajowych i struktury wiekowej ludności, wzrost udziału w całej populacji ludności w wieku nieprodukcyjnym wpływa negatywnie na oszczędności krajowe, w konsekwencji prowadząc do obniżenia salda na rachunku obrotów bieżących.

5. Problem redukcji nierównowag, wnioski dla Polski

Nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących są zjawiskiem naturalnym, warunkiem międzynarodowej współpracy gospodarczej. Niebezpieczeństwo tkwi, natomiast w trwałości i skali tych nierównowag, ich źródłach oraz sposobach finansowania.

Konsekwencją narastania ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących jest wzrost długu zagranicznego, który może prowadzić do obniżenia wiarygodności państwa na arenie międzynarodowej. Skutki erozji wiarygodności kraju mogą być wielorakie. Potencjalnym efektem jest wzrost kosztu finansowania zagranicznego (wzrost rentowności obligacji rządowych). Państwo deficytowe,

⁴ Należy przy tym zaznaczyć, że nawet przed kryzysem, popyt w krajach takich jak Niemcy był relatywnie niski.

zmuszone do finansowania ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących importem kapitału, może mieć trudności z przerwaniem procesu zadłużania się po coraz wyższym koszcie.

Redukcja nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro ma znaczenie fundamentalne dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego w państwach ją tworzących. Kraje, takie jak Niemcy, o nadwyżkach na rachunkach obrotów bieżących mają ograniczone możliwości działania w celu ich zmniejszenia. Pole manewru w celu zwiększenia popytu na import za pomocą zarówno narzędzi polityki pieniężnej, w tym kursowej, jak i fiskalnej⁵ jest ograniczone. Krytyka Niemiec za strategię wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie nie jest uzasadniona. Analogiczny model obowiązuje np. w Chinach i Japonii. Co więcej, zważywszy na średnioroczny spadek jednostkowych kosztów pracy w Niemczech w latach 2000–2008, można powiedzieć, że strategia wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie przyczyniła się do relatywnego zubożenia niemieckiego społeczeństwa. Nieuzasadnionym jest, zatem twierdzenie, że Niemcy poprzez ten model wzrostu gospodarczego, prowadzą tzw. politykę zubożania sąsiada (ang. *beggar-thy-neighbour policy*). Potrzebna jest, więc rewizja oczekiwań kierowanych w stosunku do poszczególnych państw strefy euro. Ciężar dostosowań spoczywa na krajach mających systematyczne deficyty na rachunkach obrotów bieżących, w szczególności Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii. Wskazana jest, zatem analiza potencjalnych sposobów redukcji deficytów na rachunkach obrotów bieżących tych państw.

Po pierwsze, redukcja deficytu na rachunku obrotów bieżących może być osiągnięta poprzez rozwój strony podażowej gospodarki np. przez nakłady na edukację i rozwój technologiczny. Może to prowadzić do wzrostu produktywności pracy i kapitału, a przez to do wzrostu konkurencyjności produkcji, eksportu i poprawy salda na rachunku obrotów bieżących.

Po drugie, potencjalnym kanałem redukcji ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących jest ograniczenie nadmiernego wzrostu płac nominalnych (wzrostu płac, który nie podąża za wzrostem wydajności pracy) w sektorze dóbr handlowych. Z jednej strony, efektem może być wzrost konkurencyjności cenowej produkcji, a zatem wzrost eksportu. Z drugiej strony, konsekwencją ograniczenia nadmiernego wzrostu płac może być spadek popytu, w tym importu. Z tym kanałem wiążą się dostosowania realnych kursów walutowych.

Po trzecie, kolejnym, związanym ze zmianami cen, sposobem zmniejszenia ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących jest substytucja importu produkcją krajową. Oznaczałoby to mniejszy popyt na dobra z krajów mających

⁵ Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych Niemiec już dziś jest wysoki. Według danych Eurostat, w 2009 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government debt*) wyniósł 73,2% PKB, natomiast deficyt tego sektora (ang. *general government deficit*) wyniósł 3,3% PKB.

nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących, co jednocześnie mogłoby być źródłem zahamowania kumulacji dodatnich sald na rachunkach obrotów bieżących oraz oszczędności w tych państwach.

Po czwarte, zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących jest możliwe poprzez ograniczenie wydatków sektora publicznego (wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej) i prywatnego. Możliwy efekt to redukcja popytu wewnętrznego, w tym importu. Potencjalną konsekwencją tego procesu dostosowawczego jest spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

Doświadczenia Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Irlandii mogą być ostrzeżeniem dla Polski. Na podstawie analizy ewolucji sald na rachunkach obrotów bieżących tych krajów można przypuszczać, że proces konwergencji realnej gospodarki Polski z gospodarkami strefy euro oraz postępująca integracja rynków dóbr i rynków finansowych Polski i strefy euro mogą wpłynąć na wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących Polski na drodze do pełnego uczestnictwa w UGiW. Wyżej przedstawione możliwe sposoby redukcji deficytu na rachunku obrotów bieżących są, zatem potencjalnym remedium na zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej w Polsce.

6. Podsumowanie

Od wczesnych lat 90. XX w. obserwowane było rosnące zróżnicowanie sald na rachunkach obrotów bieżących państw strefy euro. Część determinant nierównowag była związana z procesem integracji gospodarczej, w tym walutowej, w Europie.

Globalny kryzys finansowy zainicjowany załamaniem na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych w połowie 2007 r. wymusił redukcję deficytów i nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących. Dostosowaniom na rachunkach obrotów bieżących nie towarzyszyły znaczące zmiany w obszarze konkurencyjności. Obserwowana w okresie kryzysu korekta może mieć, zatem charakter, co najmniej częściowo, tymczasowy wynikający z cyklu koniunkturalnego.

Kryzys wyeksponował potrzebę reform strukturalnych, które muszą być podjęte niezależnie od uwarunkowań cyklicznych, w szczególności w krajach o deficytach na rachunkach obrotów bieżących.

Bibliografia

1. Ahearne A., Schmitz B., von Hagen J., *Current account imbalances in the euro area (draft version)*, Center for Social and Economic Research, Warsaw, March 2007.
2. Alexander S.S., *Effects of devaluation on a trade balance*, IMF Staff Papers, 1952.

3. Bitzis G., Paleologos J.M., Papazoglou Ch., *The determinants of the Greek current account deficit: the EMU experience*, Journal of International and Global Economic Studies, 2008.
4. Blanchard O., Giavazzi F., *Current account deficits in the euro area. The end of the Feldstein Horioka puzzle?*, Massachusetts Institute of Technology Working Paper Series, no 03–05, September 2002.
5. Blanchard O., *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, November 2006.
6. Chinn M.D., Prasad E.S., *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration*, Journal of International Economics (59) 2003.
7. Feldstein M., Horioka C., *Domestic Saving and International Capital Flows?*, *The Economic Journal*, 1980 r.
8. International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2010.
9. La Caixa, *The Spanish economy monthly report*, September 2006.
10. Najlepszy E., *Determinanty bilansu płatniczego w krajach europejskich*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2008.
11. O' Brien M., *Building for the future? Interpreting an "Irish" Current Account Deficit*, The Economic and Social Research Institute, Dublin, Winter 2007.
12. Rozkrut M., Woreta R., *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów UE*, NBP, Materiały i Studia, zeszyt nr. 188, Warszawa 2005.
13. The Economist, *Europe's engine. Living with a stronger Germany*, 13–19 March, 2010.

Kamila Kuziemska

(Summary)

The aim of the paper is to analyze the problem of current account imbalances in the euro zone. The theory of current account balance, namely the relation between the domestic production and absorption, domestic savings and investments as well as the *Feldstein-Horioka* puzzle is outlined. Then, the current accounts' evolution and determinants in chosen countries, i.e. Greece, Portugal, Spain, Ireland and, as a counterexample, Germany is depicted. Afterwards, the potential consequences of current account deficit accumulation i.e. foreign debt increase and its possible results is presented. Finally, potential ways to reduce the current account deficits are described and an attempt to draw conclusions for Poland in the light of the euro zone entry is made.