

*Joanna Bogołębska**

**KONCEPCJE WŁĄCZENIA KRAJÓW NADWYŻKOWYCH
W PROCESY DOSTOSOWAWCZE W KONTEKŚCIE ZJAWISKA
NIERÓWNOWAG GLOBALNYCH**

WSTĘP

Współczesny międzynarodowy system walutowy (msw) cechuje zjawisko współwystępowania krajów trwale deficytowych i nadwyżkowych, co nazywane jest nierównowagą globalną (*global imbalances*). Trwałość (uporczywość) nierównowagi globalnej (*persistence of global imbalances*) wynika z zablokowania procesów dostosowawczych. Płynne kursy walutowe nie odgrywają zakładanej funkcji mechanizmu korygującego nierównowagę zewnętrzną. Cechą charakterystyczną jest asymetria procesów dostosowawczych, polegająca na braku możliwości wpływania na procesy dostosowawcze w krajach nadwyżkowych, i, w efekcie, ponoszeniu ciężaru dostosowawczego przez kraje deficytowe. Jedną z metod zarządzania współczesnymi nierównowagami globalnymi może stać się stworzenie systemu likwidującego asymetrię dostosowawczą, poprzez włączenie krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze. Celem artykułu jest prezentacja zgłaszanych licznie propozycji dyscyplinowania krajów nadwyżkowych do włączania się w procesy dostosowawcze.

**1. ASYMETRIA DOSTOSOWAWCZA NA TLE EWOLUCJI MIĘDZYNARODOWEGO
SYSTEMU WALUTOWEGO**

Analiza dotychczasowych etapów funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego pozwala postawić tezę, że ciężar dostosowawczy był dystrybuowany asymetrycznie nawet w systemach zakładających gładkie funkcjonowanie mechanizmów dostosowawczych (klasyczny goldstandard). Z założenia, w klasycznym systemie goldstandardu, osiąganie równowagi zewnętrznej miało się dokonywać poprzez mechanizm cenowy (*price specie flow mechanism*), wspomagany przepływami kapitału. Proces dostosowawczy miał się uruchamiać symetrycznie, zarówno w krajach dłużniczych, jak i wierzycielskich na skutek

* Dr, adiunkt, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, UŁ.

działania arbitrażu cenowego: poprzez deflację w pierwszych i wzrost cen w drugich. Z założenia miał być wspierany zmianami stóp procentowych w odpowiedzi na przepływy złota. Jednakże, w praktyce, istniała silna asymetria między krajem centrum (Wielka Brytania) a krajami peryferyjnymi. Asymetria polegała na 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 gospodarczej w peryferiach. Stagnacja była jedynym wyjściem w sytuacji wystąpienia deficytów na rachunku obrotów bieżących; podczas gdy kraje nadwyżkowe mogły po prostu akumulować nadwyżki bez zmiany swoich polityk gospodarczych. Asymetria między krajami nadwyżkowymi a deficytowymi oznaczała że proces dostosowawczy redukował globalny poziom aktywności gospodarczej, głównie poprzez spadek produkcji i zatrudnienia [Kregel, 2010]. Głównym mechanizmem dostosowawczym były dostosowania dochodu, podczas gdy przewidywane główne „lekarstwo” dostosowawcze w postaci wzrostu stóp procentowych w sytuacji odpływu złota odgrywało rolę pomocniczą zapewnianiu długookresowego dostosowania [Vernengo, 2005].

System z Bretton Woods z założenia miał być oparty na zarządzaniu procesem dostosowawczym. Ustanowienie systemu kursów par values do USD lub złota i wymienialności dla transakcji z tytułu rachunku obrotów bieżących oznaczało że deficyty płatnicze były ograniczone rozmiarem krajowych rezerw, uzupełnianych w razie potrzeby dodatkowymi rezerwami z MFW (pod warunkiem wdrożenia krajowej polityki dostosowawczej). Jednakże system zachował asymetrię dostosowawczą, gdyż nie wprowadzał ograniczeń dla stanów rezerw lub nierównowagi zewnętrznej USA [Kregel, 2010]. System charakteryzowała wkomponowana asymetria, polegająca na uprzywilejowanej pozycji USA. USA były jedynym krajem który miał przywilej prowadzenia niezależnej polityki monetarnej oraz, dzięki międzynarodowej roli USD, eksportowania inflacji do innych krajów. USA jako kraj emitujący walutę rezerwową mogły dłużej tolerować deficyty płatnicze niż pozostałe kraje, finansując je transferem własnej waluty. W konsekwencji, ciężar procesów dostosowawczych spadał na pozostałe – oprócz USA – kraje deficytowe. Asymetria dostosowawcza oznaczała więc konieczność ograniczania dochodu w krajach deficytowych, nie nakładając na kraje nadwyżkowe jednoczesnego obowiązku dostosowawczego – przymusu rewaluacji swoich walut. Niechęć krajów nadwyżkowych do rewaluacji wynikała w głównej mierze z obawy o jej wpływ na dalszą strategię wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie. Obawy o utratę dostępu do tak istotnego rynku zagranicznego, jaki stanowiły USA, na skutek rewaluacji waluty w stosunku do USD powodowały że rewaluacje były przeprowadzane niezmiar-

nie rzadko, mimo dynamicznego wzrostu gospodarczego, rosnącej konkurencyjności i narastających rezerw walutowych w krajach nadwyżkowych.

W ramach systemu wielodewizowego, miejsce MFW miał przejąć rynkowy mechanizm dostosowawczy. 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. W konsekwencji, MFW staje 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 (CA), zaś kraje nadwyżkowe ryzyko nacisku inflacyjnego. Przykładem są zachowania USA, Chin i innych krajów nadwyżkowych, które w celu utrzymania stabilności monetarnej i ograniczenia zmian nominalnego kursu walutowego, blokują procesy dostosowawcze realnego kursu walutowego. Dla przykładu, niskie stopy procentowe i stymulacja fiskalna wpływały na spadający popyt w sektorze gospodarstw i przedsiębiorstw w USA. Zadłużenie gospodarstw netto (definiowane jako oszczędności brutto – inwestycje brutto) wzrosły z $-3,2\%$ PKB w 2005 r. do $+3,7\%$ w 2010 r., zaś zadłużenie rządu netto spadło z $-3,2\%$ do $-10,1\%$ w tym samym okresie. W sytuacji zagrożenia deflacją, udało się przeciwdziałać jej poprzez stymulację fiskalną. Blokowanie procesu dostosowawczego jest widoczne w skali akumulacji rezerw walutowych w azjatyckich krajach nadwyżkowych. Dla przykładu, w Chinach, od 1994 r., akumulacja rezerw o wartości 2,4 tryl. USD przekracza skumulowaną nadwyżkę CA o ok. 30%. W wyniku akumulacji rezerw, zahamowany zostaje wzrost nominalnego kursu walutowego. Akumulacja rezerw utrudnia utrzymanie stabilności monetarnej – bez podjęcia dodatkowych środków, wzrost rezerw generowałby spadek stóp procentowych. Dlatego też w celu utrzymania stabilności monetarnej i uniknięcia nacisku inflacyjnego wynikającego z akumulacji rezerw, Chiny sterylizują zakup aktywów rezerwowych. Ponadto, podnoszą wskaźnik rezerwy obowiązkowej i podnoszą stopy procentowe. Polityka Chin, ukierunkowana na utrzymanie stabilności monetarnej i ograniczenie zmian nominalnego kursu walutowego, opóźnia dostosowania realnego kursu walutowego. Kraje nadwyżkowe mogą blokować proces dostosowawczy, tak długo, jak będą skłonne akumulować rezerwy walutowe.

2. PRZEGLĄD KONCEPCJI WŁĄCZANIA KRAJÓW NADWYŻKOWYCH W PROCESY DOSTOSOWAWCZE

Metodą na przełamanie problemu asymetrii dostosowawczej jest finansowe obciążenie krajów nadwyżkowych za blokowanie procesu dostosowawczego.

Należy zauważyć, że już w okresie konstruowania powojennego systemu walutowego J. Keynes postulował konieczność włączenia krajów nadwyżko-

wych w proces dostosowawczy. Wynikało to z negatywnych doświadczeń funkcjonowania msw w okresie międzywojennym – J. Keynes doszedł 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 gospodarki globalnej na deflację. Jego propozycja utworzenia Unii Clearingowej miała na celu równomierne ponoszenie ciężaru dostosowawczego przez wszystkie kraje oraz przez czynnik kapitału i pracy, upatrując w tym sposób na podtrzymanie globalnego popytu. Koncepcja Międzynarodowej Unii Clearingowej 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 5 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 odsetkami¹. 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. Keynesa, kraje nadwyżkowe podlegałyby 3 formom nacisków prowadzących do uruchomienia procesów wyrównawczych:

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

Koncepcja ta przyznawała więc środowisku międzynarodowemu prawo do wymuszenia 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 (*scarce currency clause*). Koncepcja tego mechanizmu sprowadzała się do tego, aby waluty krajów

¹ Np. kraj nadwyżkowy byłby obciążony 5% odsetkami gdyby zasób bankorów przekroczył 125% kwoty i 10% odsetkami gdyby przekroczył 150%.

nadwyżkowych mogły mieć statut 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. Nie stała się jednak efektywnym instrumentem nakłaniania krajów nadwyżkowych do wdrożenia polityk dostosowawczych.

Konceptcja finansowego obciążenia kraju blokującego proces dostosowawczy nigdy nie miała zatem realnego zastosowania w międzynarodowych stosunkach walutowych.

Jak zwraca uwagę J. Williamson, wydaje się że współcześnie byłoby to uzasadnione, chociażby z 2 powodów [Williamson, 2011]:

- 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.

Wśród zgłaszanych obecnie koncepcji włączania krajów nadwyżkowych w procesy dostosowawcze zwraca uwagę pięć, prezentowanych poniżej, podejść. Dominują koncepcje zgłaszane przez sektor prywatny. Niektóre koncepcje (gł. T. Geithnera) reprezentują stanowisko sektora publicznego i były prezentowane w amerykańskim Senacie.

2.1. Propozycja M. Goldsteina (2010)

Propozycja zgłoszona przez M. Goldsteina 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 (*systemically important economies*) ze względu na potencjalnie większe negatywne efekty spillover. Rola MFW polegałaby zatem na dokonaniu oceny stopnia nieadekwatności kursu walutowego i wskazaniu momentu, 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,
- niedopasowania kursu rzędu 10–25% trwające od 1 do 2 lat wymaga przedstawienia programu dostosowawczego,
- większy poziom niedopasowania kursu (powyżej 25%) i trwający powyżej 2 lat, jak i brak wiarygodnego programu dostosowawczego mógłby prowa-

dzić do wdrożenia ze strony WTO systemu zastrzeżeń w polityce handlowej. Dodatkową sankcją 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 kursu walutowy danego kraju jest niedopasowany, oraz, czy polityka kraju (celowo lub nie) przyczynia się do niedopasowania, oraz czy wyrządza to znaczną szkodę partnerom handlowym [Goldstein, 2010].

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 [Williamson, 2011].

2.2. Propozycja A. Subramanian i A. Mattoo (2008)

Koncepcja opiera się na poszerzeniu zakresu negocjacji 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 tzw. Państwowych Funduszy Majątkowych (Sovereign Wealth Funds – SWF) wymagają podjęcia 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: [Mattoo, Subramanian, 2008]

– ustanowienie w ramach WTO systemu rozstrzygającego kwestię utrzymania 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).

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 [Williamson, 2011]. Zdaniem A. Mattao i A. Subramanian, WTO okazał się wiarygodny i efektywny w przypadku mechanizmów rozstrzygających dotyczących ceł importowych i subsydiów eksportowych, dlatego też zasadnym wydaje się rozszerzenie jego kompetencji w sprawach kursowych [Mattao, Subramanian, 2008].

A. Subramanian i A. Mattao proponują, aby kraj który traci konkurencyjność w wyniku polityki kursowej innego kraju mógł zgłosić skargę do WTO, który następnie zgłaszałby się do MFW o opinię, czy:

- kurs walutowy faktycznie należy uznać za niedoszacowany,
- czy 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. nałożenia 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.

2.3. Propozycja C. Bergstena (2010)

Propozycja zgłoszona przez C. Bergstena postuluje zastąpienie międzynarodowych organizacji mających dyscyplinować kraje nadwyżkowe (MFW, WTO) działaniami na szczeblu narodowym [Bergsten, 2010]. Instrumentem oddziałującym na kraje nadwyżkowe miałyby być tzw. przeciwstawne interwencje (*counter-intervention/counterveiling 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 dokonywana poprzez kraj waluty rezerwowej mogłaby się dokonywać 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.

W kontekście współczesnej nierównowagi globalnej, trudność z realizacją tej koncepcji wynikałaby z faktu, że renminbi jest walutą niewymienialną, Chiny stosują liczne ograniczenia w przepływie kapitału, zatem USA nie byłyby w stanie dokonywać inwestycji w zakupionej walucie. Od strony technicznej – jak proponuje C. Bergsten – USA mogłyby kupować renminbi za USD wykorzystując kontrakty forward dla RMB (nondeliverable forward contracts), czy też kupując denominowane w RMB obligacje na rynkach offshore (gł. w Hong Kongu). Interwencje przeprowadzane byłyby zatem – jak to określa C. Bergsten – na aktywach pełniących funkcję „pełnomocników” (*proxy assets*). Rozmiar tych rynków (w porównaniu do zakupów USD dokonywanych przez Chiny) ograniczałby jednak skalę interwencji. Jednak interwencje te miałyby istotny efekt sygnałny dla rynków finansowych, co autor koncepcji uznaje za największą zaletę.

2.4. Propozycja T. Geithnera

Sekretarz Skarbu USA, T. Geithner zaproponował, aby kraje członkowskie G20 zobowiązały się do utrzymywania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących nie przekraczającej 4% PKB. W ten sposób polityki makroekonomiczne oparte byłyby na celu osiągnięcia 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 osiągnięcie celu płatniczego w warunkach unii monetarnej, gdzie brak jest nominalnego kursu walutowego który mógłby odgrywać rolę pomocniczą w procesie osiągnięcia celu równowagi zewnętrznej [Williamson, 2011].

2.5. Propozycja D. Gros i G. Hufbauer (2010)

Propozycje te opierają się na dyscyplinowaniu krajów nadwyżkowych poprzez ograniczanie w nabywaniu (D. Gros) lub opodatkowanie aktywów zagranicznych będących w posiadaniu kraju (G. Hufbauer).

D. Gros proponuje wprowadzenie „zasady wzajemności” (*the principle of reciprocity*), która oznaczałaby sprzedaż długu publicznego ze strony kraju waluty rezerwowej tylko oficjalnym instytucjom z krajów, w których mają identyczne prawo [Gros, 2010]. 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 rodzaju 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 wskazuje, że dla gospodarki chińskiej byłaby nadal możliwa polityka finansowania nierównowagi płatniczej kraju (poprzez zakup długu prywatnego USA), co czyni propozycję nieefektywną.

G. Hufbauer proponuje wykorzystanie instrumentu podatkowego jako sposobu na ograniczenie nadmiernej akumulacji aktywów [Hufbauer, 2010]. W tym celu proponuje wprowadzenie 30% podatku dochodowego, który byłby nałożony na rządy krajów utrzymujących niedoszacowany kurs walutowy. Propozycja ta ma 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 [Williamson, 2011]:

- 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.

3.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. 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 Mattoo-Subramanian, jak i Bergsten bezpośrednio zalecają ocenę nieadekwatności poziomu kursu walutowego. Jest to odmienne podejście w stosunku do historycznej koncepcji J. Keynesa, który rekomendował wykorzystanie wskaźnika akumulowanych rezerw – poddanie kraju posiadającego nadmierny poziom rezerw naciskom międzynarodowym.

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 członkostwa w sytuacji nieprzestrzegania zaleceń MFW (w ramach jego polityki *surveillance*), stopniowanie sankcji ma zwiększyć efektywność. Należy także podkreślić, że o ile koncepcja historyczna J. Keynesa opierała 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 [Williamson, 2011]. Również w koncepcji Bergstena, MFW ma kompetencje ponadnarodowe – może nie wyrazić zgody na interwencje przeciwstawne które kraj waluty rezerwowej chciałby podjąć, jeśli w opinii MFW nie jest to działanie uzasadnione.

Inaczej kwestie instytucjonalne widzą Mattoo i Subramanian, którzy proponują kluczową rolę dla WTO, która podejmowałaby decyzję czy kurs walutowy należy uznać za nieoszacowany oraz wykorzystując tę instytucję w jej tradycyjnej roli mechanizmu rozstrzygania skargi narodowej.

PODSUMOWANIE

Problem z możliwością zastosowania jednej z powyższych koncepcji polega na tym, że potrzebne byłoby zaakceptowanie przez Chiny reformy w ramach MFW i/lub WTO. Tworzy to pewien impas w kwestii przełamania asymetrii dostosowawczej, co – zdaniem J. Williamsona – jest ceną za utworzenie „non-systemu” po upadku systemu z Bretton Woods [Williamson, 2010].

Dlatego też istnieje consensus, że bardziej efektywną metodą dystrybucji ciężaru dostosowawczego między krajami deficytowymi a nadwyżkowymi

powinna być koordynacja międzynarodowa. Kraj nadwyżkowy lub deficytowy będzie blokował dostosowanie cenowe lub nominalnego kursu walutowego, jeśli musiałby ponieść cały ciężar dostosowawczy.

Blokowanie procesu dostosowawczego przez jedną stronę powoduje, że jednostronne dostosowanie staje się bardziej kosztowne dla innych krajów. Dla przykładu, nadwyżka CA w Chinach wzmacnia bodźce dla prowadzenia w USA polityki makroekonomicznej stymulującej popyt. I na odwrót, stymulowanie makroekonomiczne i nadmierny popyt w USA zwiększa zakres i koszt niezbędnego dostosowania w Chinach. Kraje mogą być nawet zainteresowane procesem dostosowawczym, ale żaden z nich nie uzna jednostronnego dostosowania za zgodnego ze swoim interesem.

Tak więc koordynacja międzynarodowa mogłaby spowodować, że jeśli Chiny poniosłyby koszty zwiększonej elastyczności kursowej, USA mogłyby współuczestniczyć w ponoszeniu ciężaru dostosowawczego poprzez bardziej restrykcyjną politykę pieniężną i fiskalną ograniczającą popyt wewnętrzny. Bardziej restrykcyjna polityka w USA przyczyniłaby się także do uspokojenia obaw o wartość zakumulowanych rezerw walutowych w krajach nadwyżkowych. Ponadto, Chiny zezwalając na aprecjację kursu walutowego wystawiają się na ryzyko pogorszenia konkurencyjności wśród innych krajów nadwyżkowych w regionie. Koordynacja redukuje zatem koszt dla kraju nadwyżkowego, wykonującego „pierwszy ruch” (*first-mover disadvantage, first-mover problem*) [BIS, 2011].

Należy także zauważyć, że dyskusja nad asymetrią dostosowawczą w ramach nierównowagi globalnej znajduje także swój regionalny wymiar, w postaci dyskusji nad asymetrią w ramach europejskiej unii monetarnej. Ostatni kryzys zadłużeniowy w UGiW nasilił dyskusję na temat roli krajów deficytowych i nadwyżkowych w procesach dostosowawczych. Tocząca się dyskusja na temat, jaka grupa krajów ma się dostosowywać spowodowała wytworzenie się dwóch przeciwstawnych stanowisk: stanowiska rekomendującego symetryczne dostosowanie (*symmetrical approach*) i asymetryczne dostosowanie (*asymmetrical approach*) [Weber, 2010]. Zwolennicy podejścia symetrycznego uznają konieczność włączenia krajów nadwyżkowych (gł. Niemiec) w procesy dostosowawcze, głównie poprzez akceptowanie wyższej relatywnej inflacji, stymulowanie popytu wewnętrznego i inwestycji. Inaczej mówiąc, argumentacja jest następująca: dlaczego kraje deficytowe mają być zmuszane do akceptowania deflacji, nie ma zaś możliwości wpływania na kraje nadwyżkowe do akceptowania wyższej inflacji? Zgodnie z prezentowanym stanowiskiem G20, „symetryczne dostosowanie między krajami deficytowymi i nadwyżkowymi w ramach UGiW może przyczynić się do silniejszego, bardziej równomiernego wzrostu i wzmocnić fundamenty unii monetarnej” [IMF, 2012]. Zwolennicy podejścia asymetrycznego argumentują, że współczesny kryzys i wzrost nierównowagi zewnętrznej w UGiW jest eskalacją wewnętrznych nierównowag makroeko-

onomicznych, dlatego też kluczowe są dostosowania w krajach deficytowych zmierzające do poprawy konkurencyjności poprzez reformy strukturalne i dostosowania cen relatywnych [Weber, 2010].

BIBLIOGRAFIA

- 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 September 2010.
- Goldstein M., *Confronting asset bubbles, too big to fail, and beggar-thy-neighbour exchange rate policies*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, February 2010.
- Gros D., *How to level the capital playing field in the game with China*, CEPS Commentary, Brussels, Centre for European Policy Studies, October 2010.
- Hufbauer G., *Patience and the currency wars*, National Interest, 27 October 2010.
- Kregel J., *An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies*, Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief, no. 116/2010.
- Mattoo A., Subramanian A., *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper, January 2008.
- Vernengo M., *Monetary integration and dollarisation. No panacea*, Chaltenham, UK, 2005.
- Weber A., President of the Deutsche Bundesbank, Speech delivered in Strasburg, 22 September 2010, www.ecb.int
- Williamson J., *Getting surplus countries to adjust*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, January 2011.
- 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 November, 2010.
- The risks of international imbalances: beyond current accounts*, BIS 81st Annual Report, 2011.
- Toward lasting stability and growth*, Group of Twenty, Umbrella Report for G20, Mutual Assessment Process, IMF, 2012.

Joanna Bogołębska

THE PROPOSALS OF INVOLVING SURPLUS COUNTRIES TO ADJUST IN THE CONTEXT OF GLOBAL IMBALANCES

The immanent problem of the international monetary system is the adjustment asymmetry (also called "asymmetrical burden sharing"). The same problem arises on the regional level, in the case of monetary union. The adjustment asymmetry means that surplus countries are in a better position compared to deficit countries, as they are not compelled to adjustment. This is why many economist try to work out the system of involving surplus countries to adjust. The aim of the article is to present the main proposals formulated to achieve this goal.