

*Joanna Bogołębska**

UNIA GOSPODARCZA I WALUTOWA A PROBLEM MIĘDZYNARODOWEJ NIERÓWNOWAGI PŁATNICZEJ

Problem narastającej od połowy lat 90-tych międzynarodowej nierównowagi płatniczej i ewentualnych mechanizmów jej korekty jest w ostatnich latach przedmiotem wnikliwej oceny ekonomistów i debat wśród decydentów politycznych wiodących bloków gospodarczych świata. Główna uwaga koncentruje się na olbrzymim deficycie na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych oraz nadwyżkach na rachunku obrotów bieżących Chin i innych krajów azjatyckich oraz krajów-eksporterów ropy naftowej. Mimo wyraźnego wyłonienia się dwóch osi nierównowag, zjawisko to, zwane *global imbalances*, zyskuje szerszego wymiaru w warunkach silnych międzynarodowych powiązań gospodarczych i finansowych i rodzi pytania o trwałość nierównowagi w skali globalnej (*sustainability of the imbalances*).

W dyskusji na temat *global imbalances*, UGiW nie zajmuje centralnego miejsca, gdyż traktowana jako całość wykazuje długą tradycję utrzymywania rachunków bieżących w stosunku do reszty świata w miarę na zbilansowanym poziomie. („close to balance”).

Jednak mimo faktu, że UGiW jako całość nie przyczynia się do globalnych nierównowag płatniczych, rosnące powiązania handlowe i finansowe z resztą świata sprawiają, że nierównowagi globalne mogą wpływać na gospodarkę 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.

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ

1. Zewnętrzna sytuacja płatnicza („external balance”) a nierównowagi płatnicze wewnątrz UGiW („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 ogólnoswiatowego kryzysu finansowego – odnotowała nieznaczny deficyt rzędu 70 mld euro¹.

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 3 grupy:

1. kraje trwale nadwyżkowe (Niemcy, Luksemburg, Holandia, Finlandia)
2. kraje, które w połowie, lat 90tych miały nierównowagę na rachunku obrotów bieżących, obecnie mają 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, J. von Hagen interpretują narastające nierównowagi płatnicze wewnątrz UGiW jako wynik przepływów kapitałowych netto i wykazują, że przepływy te odzwierciedlają różnice w dochodach per capita. UGiW wzmocniła tendencję do przepływów kapitału z krajów relatywnie bogatych do biednych w ramach unii monetarnej², 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 dostosowawczych³.

¹ 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.

² 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”.

³ Schmitz B, von Hagen J., “Current account imbalances and financial integration in the euro area”, *International Economics*, CEPR, no. 7262

Deficyty na rachunku obrotów bieżących 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, K. Rogoff – rozbieżności w rachunkach obrotów bieżących krajów UGiW odzwierciedlają zjawisko występujące obecnie w skali globalnej⁴. Jednolita polityka pieniężna nie wyhamowuje procesu narastania „intra-euro imbalances”.

Oprócz rozbieżności w kształtowaniu bilansów obrotów bieżących, w krajach UGiW istnieją rozbieżności w 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.

2. Kanały transmisji zagranicznych nierównowag płatniczych na UGiW

Tradycyjny mechanizm transmisji dokonuje się kanałem handlowym, 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, podczas gdy deficyt w handlu z UGiW jest niewielki. 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. Wg 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 około 0.7% PKB strefy euro⁵.

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

⁴ Dost: “EMU presents a microcosm of the divergence in current account positions currently taking place on a global scale.”, Obstfeld M., Rogoff K., “Global imbalances and the financial crisis: products of common causes”, [www. Elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf](http://www.Elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf)

⁵ Za: „Quarterly Report on the euro area”, European Commission, October 2009

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)⁶.

Na skutek przyspieszenia procesu globalizacji finansowej w ostatnich kilkunastu latach, wzrost utrzymywanych zagranicznych aktywów i pasywów w ujęciu brutto spowodował wyłonienie się finansowego kanału transmisji zewnętrznych procesów dostosowawczych. Powoduje to, że zmiany kursów walutowych i cen aktywów mają istotny wpływ na wartość zagranicznych aktywów i pasywów. Efekt ten – zwany efektem wyceny (valuation effect) – sprawia, że ewolucja zagranicznej pozycji inwestycyjnej netto jest oderwana od kierunku ewolucji rachunków bieżących⁷. Paradoksalnie, 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 walutowych⁸.

Analiza sytuacji płatniczych UGiW oraz USA wskazuje na pewną asymetrię ewolucji miar⁹:

– 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 – deficytowym¹⁰.

⁶ Wg statystyk MFW, waga USA w indeksie realnego efektywnego kursu euro, wynosi ok. 20% (co odpowiada łącznej wadze Szwajcarii i Wielkiej Brytanii)

⁷ 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 w wartości zagranicznego portfolio na skutek efektów wyceny.

⁸ 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.

⁹ Lane P., Milesi-Ferretti G., “Europe and global imbalances”, IMF Working Papers, WP/07/144

¹⁰ Powyższa anomalia odzwierciedla wpływ zysku lub straty kapitałowej (capital gains and losses) wynikających z efektu wyceny na nierównowagę zewnętrzną. Kluczowe znaczenie ma walutowa struktura zagranicznych aktywów i pasywów. Większość pasywów zagranicznych w USA jest denominowanych w USD, zaś około 2/3 zagranicznych aktywów w walutach zagranicznych. Specyficzna kompozycja walutowa amerykańskiego zagranicznego portfolio sprawia, że spadająca wartość USD ma jednocześnie stabilizujący efekt dla realnej wartości amerykańskiego zadłużenia zagranicznego netto. Deprecjacja USD podnosi dolarową wartość

Znaczenie zysku lub straty kapitałowej dla determinowania realnego ciężaru długu kraju, zwany „efektem wyceny” w procesie dostosowawczym, jest kanałem komplementarnym w stosunku do dostosowania poprzez eksport netto. W przypadku USA, kanał wyceny działa jako shock absorber, dostarczając argumentu na rzecz obsługiwalności zadłużenia USA i utrzymywaności nierównowag globalnych. 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.

3. Scenariusze korekty globalnych nierównowag płatniczych i ich wpływ na UGiW

Mimo powszechnej zgody w literaturze, że proces dostosowawczy uruchomi zmiany cen relatywnych w układzie międzynarodowym, formułowane są różne scenariusze przebiegu procesu korekty. Konsekwencje korekty globalnych nierównowag płatniczych dla gospodarki światowej, krajów wykazujących nierównowagę, oraz dla UGiW zależą od czynnika(ów) uruchamiających proces dostosowawczy.

P. Lane i G. Milesi-Ferretti dokonują analizy trzech scenariuszy dostosowawczych:

1. Scenariusz „soft landing” – w którym USA nadal doświadczają znacznych napływów kapitału netto, nierównowaga na rachunku obrotów bieżących jest rozwiązywana stopniowo poprzez realokację zasobów z sektora nontradable do sektora tradable, 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 wewnętrzsektorowej realokacji kapitału i pracy. Korekta w amerykańskim

aktywów zagranicznych oraz – przy nie zmienionej wartości pasywów – poprawia pozycję inwestycyjną netto; innymi słowy- redukuje zadłużenie USA względem reszty świata w odniesieniu do realnych zasobów.

bilansie handlowym i bieżącym, uruchomiona poprzez stopniowy wzrost prywatnych oszczędności, pociąga za sobą stopniową akumulację zagranicznych pasywów.

W krajach nadwyżkowych (gł. 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 nontradable w stosunku do dóbr sektora tradable (aprecjacja wewnętrzna) i nominalną aprecjację w stosunku do USD. Aprecjacja wewnętrzna jest potrzebna, żeby przekierować konsumpcję do sektora tradable i dokonać realokacji produkcji do sektora nontradable. 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. 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. Rozwiązanie nierównowag następuje szybko i gwałtownie, poprzez znaczące korekty kursowe, wzrost nacisków inflacyjnych i stóp procentowych oraz globalny spadek aktywności gospodarczej.

Z kolei autorzy raportu Komisji Europejskiej („Quarterly report on the euro area, 2006) scenariusze dostosowawcze analizują w kontekście ich symetryczności. Wyróżniają:

1. Scenariusz „benign” – w którym procesy dostosowawcze mają charakter symetryczny.

Odpowiedzią na spadek amerykańskiego deficytu w bilansie obrotów bieżących jest wzrost krajowej absorpcji w krajach nadwyżkowych (gł. Chiny) – dokonany na skutek aprecjacji realnego efektywnego kursu walut azjatyckich, wspieranego środkami strukturalnymi (np. zwiększaniem zabezpieczenia społecznego, systemu opieki zdrowotnej). Jest to połączenie scenariusza „soft landing” i „policy action”, z zaakcentowaniem symetrycznego charakteru procesów dostosowawczych w krajach deficytowych i nadwyżkowych.

Dla UGiW symetryczność działań dostosowawczych stanowi lepszy scenariusz korekty nierównowag globalnych. Bilans handlowy UGiW pozostaje niezmienny, zmienia się jego kompozycja. Spadek nadwyżki w handlu UGiW

z USA zostaje zrekompenzowany spadkiem deficytu w handlu z Chinami i Japonią. Wpływ spadku popytu w USA i deprecjacji USD zależy w dużym stopniu od polityki gospodarczej i rozwoju sytuacji gospodarczej w innych regionach świata.

2. Scenariusz asymetryczny – dla UGiW oznacza poniesienie większego ciężaru dostosowawczego. W scenariuszu tym Chiny nie zwiększają absorpcji towarów amerykańskich, nie ma miejsca także aprecjacja chińskiego renminbi. Polityka Chin, polegająca na usztywnianiu waluty krajowej wobec USD, zmierza do utrzymania nadwyżki handlowej w handlu z USA i uniknięcia negatywnych efektów wyceny z 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. W obu przypadkach scenariusza asymetrycznego konsekwencją korekty nierównowagi globalnej może być wyłonienie się deficytu handlowego UGiW. Europejski sektor tradable może być poddany silnej konkurencji cenowej, jako że zagraniczne towary staną się tańsze. Konsumentów 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 tradable. W zależności od elastyczności gospodarek krajów UGiW będzie zależała realokacja zasobów z sektora tradable do sektora nontradable. 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 wzmocnienia realokacji zasobów z sektora tradable do non-tradable. 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”).

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 koordynacyjnych¹¹.

Wpływ redukcji popytu wewnętrznego w USA na korektę globalnej nierównowagi i UGiW zależy także od źródła redukcji popytu. Wg. 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 importowych¹².

Podsumowując alternatywne scenariusze korekty globalnej nierównowagi płatniczej, należy zauważyć, że ich wpływ na UGiW zależy od mechanizmu przebiegu korekty i odpowiedzi krajów nadwyżkowych (gł. 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 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 euro¹³.

L. Couthino, za pomocą symulacji wykazuje, że w wielu przypadkach przeciwdziałanie aprecjacji euro nie jest optymalne. Na decyzję odnośnie zasadności

¹¹ 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 April 2007) oraz Szczyt G20 w Pittsburghu w 2009 (“A framework for strong, sustainable and balanced growth”)

¹² European Commission, “Quarterly report on the euro area”, October 2005

¹³ Np. szeroka polemika na temat zasadności działań przeciwdziałającym aprecjacji euro, zob. Financial Times, 2.10. 2007

przeciwdziałania aprecjacji euro głównie wpływają: stopień substytucyjności między towarami produkowanymi w USA, UGiW oraz Azji (regiony), oraz stopień 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” („Beggars – thyself”). Stabilizacja w tym przypadku będzie mieć sens tylko wówczas, kiedy stopień konkurencji między regionami będzie zbliżony do stopnia konkurencji wewnątrzregionalnej¹⁴.

Korekta amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących wymaga deprecjacji USD, jednak analizy ekonometryczne różnią się co do skali wymaganej deprecjacji realnego kursu USD. Najbardziej niekorzystny scenariusz korekty to scenariusz „disruptive adjustment”, powodujący nagły spadek wykorzystania USD w funkcji waluty rezerwowej i płatności (vehicle currency). Nagła deprecjacja USD mogłaby też wywołać naciski protekcyjnistyczne 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 nontradable do tradable 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.¹⁵

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

¹⁴ Couthino L., “Exchange rate policy: the euro area, the United States and Asia”, *International Finance*, no. 12/3, 2009. Ograniczeniami modelu są tutaj założenie sztywności cen, konkurencji monopolistycznej oraz pominięcie efektu wyceny.

¹⁵ European Economic Advisory Group, *Report on the European Economy*, 2006

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, zarówno poprzez kanał handlowy, jak i poprzez kanał globalnego środowiska finansowego (np. wzrost stóp procentowych) i 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.

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 G. Milesi-Ferretti wyodrębniają 3 grupy krajów, w zależności od wrażliwości ich pozycji inwestycyjnych na efekt wyceny:

- Austria, Finlandia, Grecja, Włochy i Portugalia – które mają niski poziom „dollar exposure”
- Belgia, Francja, Niemcy – które mają umiarkowany poziom „dollar exposure”
- centra finansowe – Irlandia, Luksemburg i Holandia – w których poziom „dollar exposure” jest wysoki¹⁶.

Zmiana kierunków przepływów kapitału i alokacji portfolio 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 G. Milesi-Ferretti zwracają uwagę na 3 istotne skutki korekty nierównowag dla zagranicznej pozycji inwestycyjnej:

¹⁶ Lane P., Milesi-Ferretti G., op. cit. Analiza obejmowała pozycję inwestycyjną netto w trzech kategoriach: akcje, instrumenty dłużne (inwestycje portfelowe) i bezpośrednie inwestycje zagraniczne

– 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.

– 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 byłyby 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 wewnątrz-sektorowej realokacji zasobów¹⁷.

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 odpowiadają na ruch kursu euro w małych, otwartych gospodarkach niż w relatywnie dużych gospodarkach.

Proces korekty nierównowag globalnych, który można było zaobserwować na rachunkach bieżących i finansowych w latach 2008–2009, był powodowany

¹⁷ Blanchard O., „Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal”,

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) i spadkiem inwestycji w USA. Dodatkowymi czynnikami były niższe ceny ropy naftowej, spadek globalnych przepływów handlowych i ekspansja fiskalna w Chinach¹⁸. Jednak trwałość tej korekty 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.¹⁹ Dla UGiW kluczowe staje się przygotowanie na ewentualną absorpcję szoków, poprzez wprowadzenie reform strukturalnych zwiększających elastyczność gospodarek. Podejmowane próby działań koordynacyjnych w skali międzynarodowej mogą uchronić przed realizacją scenariusza „disruptive” i uniknąć jego negatywnych konsekwencji.

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, zawierające zmiany w układzie cen relatywnych i popycie między krajami członkowskimi²⁰.

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 przyczynić 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

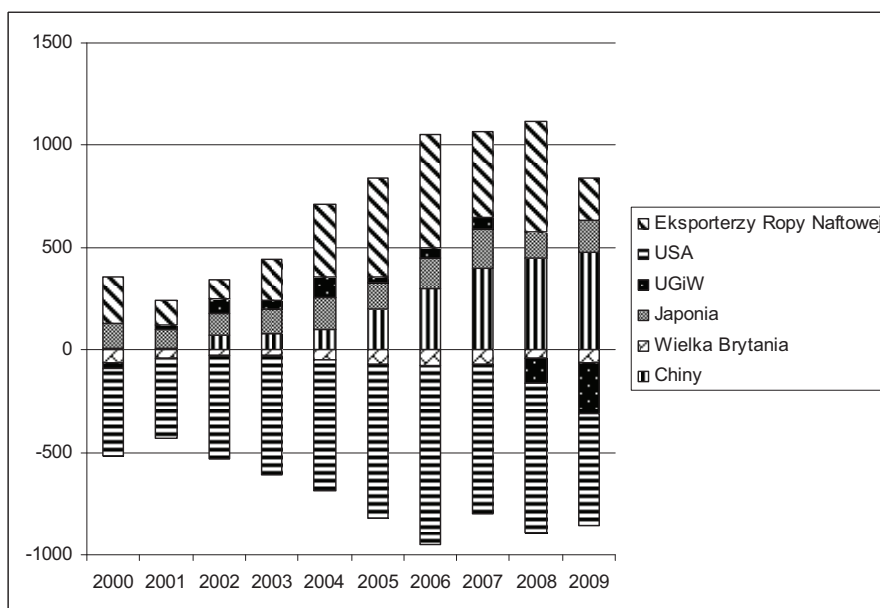
¹⁸ Szerzej: “Prospects for real and financial imbalances and global rebalancing”, ECB, Monthly Bulletin, April 2010

¹⁹ Za: Financial Stability Review, EBC, Grudzień 2009

²⁰ 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,

olbrzymich deficytów na rachunku obrotów bieżących²¹. 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 (Szerzej tezy te zawarte są w teorii „exorbitant privilege” jako hipotezie global imbalances oraz w teorii siły monetarnej kraju B. Cohena)

Rysunek 1. Bilans obrotów bieżących.



Źródło: Eurostat i Komisja Europejska.

Bibliografia

1. Couthino L., „Exchange rate policy: the euro area, the United States and Asia”, *International Finance*, no. 12/3, 2009
2. European Economic Advisory Group, „Report on the European Economy”, 2006
3. European Commission, „Quarterly report on the euro area”, October 2005, October 2009, Special issue no 1/2010
4. ECB, „Prospects for real and financial imbalances and a global rebalancing”, *Monthly Bulletin*, April 2010
5. Dohring B., Temprano-Arroyo H., „Implications of EMU for global macroeconomic and financial stability”, *European Economy, Economic Papers* 343/October 2008

²¹ Dohring B., Temprano-Arroyo H., „Implications of EMU for global macroeconomic and financial stability”, *European Economy, Economic Papers* 343/October 2008

6. Lane P., Milesi-Ferretti G., "Europe and global imbalances", IMF Working Paper WP/07/144
7. Schmitz B., von Hagen J., "Current account imbalances and financial integration in the euro area", CEPR Discussion Paper Series, no. 7262, 2009

Joanna Bogolebska

(Summary)

EMU is not in the centre of debate on global imbalances, as its external position is „close to balance”. However, divergences between surplus and deficit countries as well as its heterogeneity can predict the asymmetry in adjustment process under one of the alternative scenario. In a highly globalised world, monetary union does not isolate the member countries from the global imbalances. This is why the euro area must prepare itself to better absorb the shock in case of unwinding of the imbalances, mainly through structural reforms that improve the flexibility and resilience of its constituent economies.