

*Konrad Sobański**

**ZJAWISKO GLOBALNEJ NIERÓWNOWAGI
A STABILNOŚĆ ROZWOJU GOSPODARKI ŚWIATOWEJ
– UJĘCIE RETROSPEKTYWNE I PROSPEKTYWNE**

1. Wstęp

Miniona dekada była do momentu wybuchu światowego kryzysu finansowego okresem ekspansji międzynarodowych relacji gospodarczych pomiędzy poszczególnymi krajami i regionami świata. Jednym z przejawów tej ekspansji był relatywnie szybki wzrost międzynarodowych obrotów handlowych (w porównaniu z przyrostem dochodów)¹. Innym przejawem rosnących współzależności gospodarczych na świecie było istotne zwiększenie międzynarodowych przepływów kapitałowych i związany z tym wzrost aktywów i pasywów zagranicznych poszczególnych gospodarek². Cechą charakterystyczną gospodarki światowej w tym okresie były jednak nie tylko rosnące obroty w bilansach płatniczych poszczególnych państw, ale, co ważniejsze, pogłębianie absolutnej i relatywnej (w odniesieniu do PKB) nierównowagi pomiędzy strumieniami napływającymi i odpływającymi w ramach rachunku obrotów bieżących, a tym samym istotne zmiany w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wielu

* Doktor, adiunkt w Katedrze Finansów Międzynarodowych na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu

¹ W 2008 roku wolumen światowego eksportu był większy o 49% w porównaniu z rokiem 2000, natomiast analogiczna zmiana wolumenu PKB gospodarki światowej wyniosła +24% (World Trade Organization, 2009, s. 173).

² Przykładowo według danych Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov) w przypadku Stanów Zjednoczonych aktywa zagraniczne wzrosły z poziomu 63% PKB na koniec 2000 r. do 138% PKB na koniec 2008 r., natomiast pasywa zagraniczne zwiększyły się w tym okresie z poziomu 76% PKB do 162% PKB. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (International Financial Statistics Online) aktywa zagraniczne dziesięciu krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej wzrosły z poziomu 38% PKB na koniec 2000 r. do 56% PKB na koniec 2007 r., a pasywa zagraniczne z 70% do 118% PKB.

krajów³. W obrazie międzynarodowych stosunków gospodarczych istotną rolę zaczął odgrywać w szczególności deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych oraz nadwyżki krajów azjatyckich oraz krajów Bliskiego Wschodu. Taki układ globalnej nierównowagi (przepływ kapitału z krajów rozwijających się do gospodarek rozwiniętych) można uznać za nietypowy i przeciwny do wskazań hipotezy faz rozwoju (*stage of development hypothesis*) czy tzw. podejścia międzyokresowego w teorii bilansu płatniczego.

Globalna nierównowaga w takim zakresie i strukturze była w opinii części ekonomistów przyczyną ostatnich gwałtownych turbulencji na międzynarodowym rynku finansowym. Ogólnoświatowy kryzys finansowy nie doprowadził jednak do wyeliminowania tej nierównowagi, a jedynie do jej zmniejszenia. Kwestia stabilności międzynarodowego systemu finansowego w kontekście globalnej nierównowagi pozostała zatem nadal otwarta. Celem niniejszego opracowania jest prezentacja poglądów i opinii wybranych ekonomistów dotyczących znaczenia zjawiska globalnej nierównowagi dla stabilności rozwoju gospodarki światowej. W artykule podjęto próbę systematyzacji poglądów głoszonych przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego oraz aktualnych opinii na temat znaczenia globalnej nierównowagi jako determinanty globalnego kryzysu finansowego. Przytoczono również wybrane prognozy dotyczące kształtowania się globalnej nierównowagi w średnim okresie oraz oparte na nich rekomendacje dla decydentów gospodarczych.

2. Rozwój globalnej nierównowagi w latach 1997-2008

Termin „globalna nierównowaga” jest powszechnie używany przez ekonomistów w celu określenia zjawisk obserwowanych w obszarze międzynarodowych stosunków ekonomicznych w minionym dziesięcioleciu. Pod pojęciem globalnej nierównowagi rozumie się w szczególności współwystępujące:

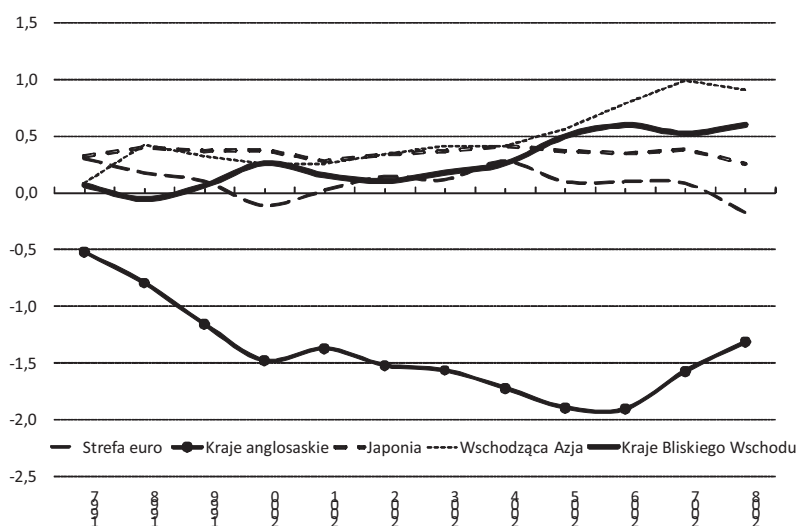
- deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz proces pogłębiania ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w krajach anglosaskich (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych) powiązany z niskimi oszczędnościami gospo-

³ Na przykład deficyt obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych był w 2006 r. w kategoriach absolutnych blisko dwa razy większy niż w 2000 r. - znalazł się na poziomie 803,5 mld USD, tj. 6,0% PKB (IMF, 2009 i 2007). Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB Stanów Zjednoczonych pogłębiła się od początku 2000 r. do końca 2008 r. o 16 punktów procentowych do poziomu 24% (dane Bureau of Economic Analysis). Dla porównania Chiny zwiększyły swoją nadwyżkę obrotów bieżących do poziomu 11,0% PKB w 2007 r., a dodatnia międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB tego kraju wzrosła od końca 2004 r. do końca 2008 r. o 20 punktów procentowych do poziomu 35% (IMF, 2009; IFS Online).

darstw domowych oraz bąblami spekulacyjnymi na rynku nieruchomości tych krajów, oraz

- nadwyżkę obrotów bieżących krajów azjatyckich (Japonii i gospodarek wschodzących Azji) oraz krajów Bliskiego Wschodu eksportujących ropę naftową, a także związany z tym proces szybkiej akumulacji rezerw walutowych tych krajów.

Wykres 1 Saldo obrotów bieżących dla wybranych grup krajów w latach 1997–2008
(w % światowego PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (World Economic Outlook Database, April 2010).

Uwagi: Do grupy „Wschodząca Azja” zaliczono: Chiny, Indonezję, Malezję, Filipiny, Tajlandię, Hong Kong SAR, Koreę, Singapur i Tajwan. Do grupy określanej mianem krajów anglosaskich zaliczono: USA, Wielką Brytanię, Australię i Nową Zelandię. Do grupy określanej mianem krajów Bliskiego Wschodu zaliczono: Algierię, Bahrajn, Iran, Irak, Kuwejt, Libię, Oman, Katar, Arabię Saudyjską, Zjednoczone Emiraty Arabskie i Jemen.

Powstanie i powiększanie globalnej nierównowagi w XXI wieku było związane z wieloma wzajemnie powiązanymi zjawiskami w relacjach wewnętrznych i zewnętrznych poszczególnych gospodarek⁴. Ogólnie ujmując, nierównowaga

⁴ Przegląd koncepcji i teorii wyjaśniających zjawisko globalnej nierównowagi można znaleźć w: Rybiński (2006) oraz Lutkowski (2006).

globalna powstała na skutek utrzymywania się niedoboru oszczędności (w porównaniu z potrzebami kształtowanymi przez wydatki inwestycyjne) w krajach anglosaskich (głównie w Stanach Zjednoczonych) przy jednoczesnym zwiększaniu nadwyżki oszczędności nad inwestycjami w krajach azjatyckich i krajach Bliskiego Wschodu eksportujących ropę naftową.

Zmiana w strukturze wydatków rezydentów azjatyckich gospodarek wschodzących wystąpiła w następstwie kryzysu finansowego w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Po okresie szoku w bilansie płatniczym w gospodarkach Azji Południowo-Wschodniej zaobserwowano istotny wzrost stopy oszczędności (determinowany względami ostrożnościowymi) przy jednoczesnym obniżeniu wydatków na zakup dóbr kapitałowych z wysokiego przedkryzysowego poziomu. W rezultacie na rachunku obrotów bieżących, będącym pochodną różnicy między oszczędnościami a inwestycjami krajowymi, deficyt został przekształcony w nadwyżkę, która stopniowo ulegała zwiększeniu, czemu sprzyjała polityka stałego kursu waluty krajowej utrzymywanego na niedowartościowanym poziomie. Polityka kursowa stała się instrumentem realizacji strategii wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie. Utrzymanie kursu waluty krajowej na poziomie korzystnym z punktu widzenia międzynarodowej konkurencyjności lokalnych przedsiębiorstw implikowało stały wzrost rezerw walutowych na skutek interwencji władz monetarnych. Wprawdzie szybkie powiększanie aktywów rezerwowych banku centralnego wymuszało kosztowną sterylizację rosnącej podaży pieniądza krajowego⁵, ale jednocześnie wpisywało się w ogólną strategię gospodarczą przeciwdziałania ponownemu wystąpieniu kryzysu walutowego. Również w przypadku Chin obserwowano taką politykę rozwoju gospodarczego, przy czym wzrost nadwyżki obrotów bieżących występował przy rosnącej stopie inwestycji krajowych⁶.

Zjawiska obserwowane w krajach azjatyckich, w połączeniu z rosnącą po 2003 r. nadwyżką bilansu handlowego krajów naftowych, spowodowały pojawienie się globalnego nadmiaru oszczędności. W związku z brakiem lokalnych możliwości inwestycyjnych i/lub zwiększoną awersją do ryzyka strumień oszczędności gospodarek wschodzących płynął przede wszystkim do Stanów Zjednoczonych jako gospodarki o wysokiej oczekiwanej stopie wzrostu produktywności i głębokim rynku finansowym (był lokowany w znacznej części w papierach skarbowe emitowane przez rząd amerykański)⁷. Bernanke (2007)

⁵ Sterylizację (emisję papierów wartościowych w operacjach otwartego rynku) prowadzono w celu przeciwdziałania wzrostowi inflacji i boomowi konsumpcyjnemu.

⁶ Według Bernanke (2007) szybki wzrost stopy oszczędności (relatywnie szybszy niż stopy inwestycji) można powiązać z brakiem systemu zabezpieczenia społecznego i słabo rozwiniętym sektorem finansowym w Chinach.

⁷ W tym kontekście deficyt bieżący Stanów Zjednoczonych można uznać za przejaw optymalizacji konsumpcji prywatnej w długim okresie. Wysoka oczekiwana produktywność prowadzi do zwiększenia dochodu permanentnego (długookresowego), a w rezultacie do zwiększenia

wskazuje właśnie na to zjawisko jako główną przyczynę powiększającego się deficytu obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej. Spadek stopy oszczędności publicznych i prywatnych w tym kraju uznaje zatem za efekt oddziaływania w głównej mierze czynników zewnętrznych („zalewu” oszczędności globalnych, które w krajach ich powstania nie mogły być wykorzystane na sfinansowanie lokalnych inwestycji; *global savings glut*). Bernanke twierdzi, że gdyby wzrost stopy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych miał pierwotnie wynikać ze strukturalnego obniżenia się pożądanej stopy oszczędności w tym kraju, długoterminowe stopy procentowe wzrosłyby, tzn. wystąpiłaby zmiana przeciwna do tej obserwowanej.

Opisany wyżej układ zależności w międzynarodowym systemie gospodarczym przypomina według Dooleya et al. (2004) międzynarodowy system walutowy ukształtowany na konferencji w Bretton Woods. W obecnym systemie kraje azjatyckie (stanowiące tzw. peryferia) utrzymują stałe kursy wobec dolara amerykańskiego i gotowe są do nieograniczonej akumulacji dolarów w rezerwach oficjalnych w zamian za umożliwienie eksportu do Stanów Zjednoczonych, tj. kraju stanowiącego centrum międzynarodowego systemu walutowego⁸.

3. Globalna nierównowaga a stabilność gospodarki światowej – opinie przed wybuchem kryzysu finansowego (opinie ex ante)

Ocena znaczenia globalnej nierównowagi dla stabilności rozwoju gospodarczego świata była wśród ekonomistów przed wybuchem światowego kryzysu finansowego zróżnicowana. Generalnie opinie te można przyporządkować do trzech grup. Do pierwszej grupy można zaliczyć poglądy ekonomistów uznających globalną nierównowagę za zjawisko niezagrożające stabilności gospodarki światowej, korzystne z punktu widzenia rozwoju gospodarki globalnej, które utrzyma się jeszcze przez długi okres. Dooley et al. (2009) wskazywali, że zjawisko globalnej nierównowagi ukształtowane w ramach nieformalnego międzynarodowego systemu walutowego Bretton Woods 2 w związku z korzyściami jakie kreuje dla jego uczestników będzie miało charakter długotrwały. Badacze podkreślali jednocześnie, że w długim okresie może wystąpić zmiana w strukturze całego systemu, tj. w miejsce gospodarek azjatyckich po ich awansie do grupy krajów rozwiniętych pojawią się nowe gospodarki, które będą opierały swój rozwój gospodarczy na eksporcie do tzw. centrum.

bieżącej konsumpcji kosztem przyszłej konsumpcji, czego odzwierciedleniem jest deficyt obrotów bieżących. Podejście międzyokresowe w teorii bilansu płatniczego prezentują m.in. Obstfeld i Rogoff (1994).

⁸ Dooley et al. (2004) przyrównują taki układ współzależności w skali międzynarodowej do relacji pomiędzy krawcem i klientem, w której klient (Stany Zjednoczone) chętnie nabywa więcej garniturów, ponieważ zapłata za garnitury wraca od krawca do klienta w postaci pożyczki.

Drugą grupę tworzą opinie ekonomistów wskazujących wprawdzie na potencjalne ryzyko wynikające z nierównowagi w bilansach płatniczych, ale uznających to ryzyko za niewielkie lub odległe w czasie. Przykładowo Bernanke (2007) wyraził opinię, że globalna nierównowaga nie stanowi zagrożenia w krótkim okresie, ale jej długotrwałe utrzymywanie mogłoby spowodować niekorzystne konsekwencje dla gospodarki światowej. Stwierdził jednocześnie, że w celu wspomoczenia procesu stopniowego zmniejszenia globalnej nierównowagi konieczne będą działania ukierunkowane na zwiększenie stopy oszczędności w Stanach Zjednoczonych oraz pobudzenie wydatków krajowych w gospodarkach azjatyckich oraz eksportujących ropę naftową. Z kolei Greenspan (2003) podkreślał, że w związku z zaawansowaniem procesów globalizacji bardziej prawdopodobny jest scenariusz bezkryzysowego zmniejszenia globalnej nierównowagi. Bordo (2006, s. 9) uznał natomiast, że zjawisko globalnej nierównowagi, podobnie jak w okresie systemu waluty złotej (1870–1914), nie jest niebezpieczne dla gospodarki światowej, a zmniejszenie tej nierównowagi nastąpi stopniowo.

W ostatniej grupie sklasyfikować można ekonomistów wskazujących na nieuchronność korekty globalnej nierównowagi oraz prognozujących jej gwałtowny charakter. Według Obstfelda i Rogoffa (2004, s. 20) korekta deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych oraz kursu dolara amerykańskiego miała przebiegać raptownie, a czas jej wystąpienia uzależniano od procesu integracji międzynarodowych rynków finansowych (w przypadku dalszego zaawansowania integracji korekta wystąpiłaby później, tym niemniej jej skala byłaby większa). Roubini (2006, s. 303) przewidywał w perspektywie kilkuletniej gwałtowną korektę kursu dolara amerykańskiego i upadek systemu Bretton Woods 2, uznając go za strukturalnie nietrwały. Jednocześnie nawoływał do szybkiej implementacji instrumentów przeciwdziałających narastaniu globalnej nierównowagi i zmniejszających ryzyko wystąpienia kryzysu w gospodarce światowej.

4. Globalna nierównowaga a światowy kryzys finansowy

– zależność przyczynowo-skutkowa czy współwystępowanie? (opinie ex post)

Ogólnoświatowe zawirowania na rynkach finansowych i w gospodarce realnej zapoczątkowane w 2007 r. tzw. kryzysem *subprime* w Stanach Zjednoczonych wywołały wśród ekonomistów debatę na temat znaczenia globalnej nierównowagi z punktu widzenia tych zawirowań⁹. Podobnie jak przed wybuchem kryzysu opinie i tym razem były również zróżnicowane.

⁹ Mundell R. uznaje tzw. kryzys *subprime* za pierwszą fazę ogólnoswiatowego kryzysu finansowego, którego aktualnym etapem jest kryzys zadłużeniowy w strefie euro (wykład Mundella R. na konferencji Global Finance Association, Poznań, 30.06.2010).

Część ekonomistów uznała, że globalna nierównowaga nie była przyczyną kryzysu finansowego. Dooley et al. (2009) podkreślili, że obserwowany kryzys finansowy jest całkowicie odmienny od prognozowanego przez wielu ekonomistów upadku systemu Bretton Woods 2. Podczas ostatnich zawirowań na rynku finansowym nie obserwowano bowiem ani gwałtownego odpływu kapitału zagranicznego ze Stanów Zjednoczonych ani deprecjacji dolara amerykańskiego. Przeciwnie do wcześniejszych oczekiwań – inwestorzy zagraniczni wciąż nabywają papiery wartościowe emitowane przez amerykańskich rezydentów, a Stany Zjednoczone nadal postrzegane są jako bezpieczna przystań dla kapitałów¹⁰. Według wyrażającego podobne tezy DeLonga (2008) podstawowym czynnikiem, który doprowadził do zawirowań na rynkach finansowych był brak odpowiednich zasad zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym. Z kolei Dooley i Garber (2009) wskazali, że generatorem kryzysu finansowego była próżnia w zakresie regulacji rynku finansowego przeciwdziałających zjawisku *moral hazard*, a środowisko niskich stóp procentowych (będące pochodną napływu globalnych oszczędności do Stanów Zjednoczonych) samo w sobie nie zwiększało skłonności do ryzykownych zachowań wśród uczestników rynków finansowych.

W literaturze pojawiły się także opinie skrajnie przeciwne, wskazujące na globalną nierównowagę jako podstawową przyczynę kryzysu finansowego. Portes (2009, s. 1–3) stwierdził, że, wskazywane przez wielu ekonomistów, słaby system regulacji czy czynniki behawioralne (tj. „chciwość” widoczna w zachowaniach podmiotów rynkowych) nie miały decydującego znaczenia z punktu widzenia obecnego kryzysu finansowego. Według Portes’a to właśnie globalna nierównowaga (poprzez popyt zagranicznych banków centralnych na amerykańskie papiery skarbowe) doprowadziła do obniżki długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, co z kolei wymusiło na sektorze bankowym innowacje finansowe oraz poszukiwanie dochodowych, ale i jednocześnie coraz bardziej ryzykownych inwestycji (*search for yield*), a w konsekwencji kryzys finansowy. Dunaway (2009, s. 13–14) prezentując podobne poglądy zauważa dodatkowo, że popyt na amerykańskie papiery skarbowe zgłaszane przez banki centralne z gospodarek nadwyżkowych wypychał popyt sektora prywatnego z rynku aktywów o wysokiej jakości kredytowej, zmuszając podmioty tego sektora do poszukiwania alternatyw inwestycyjnych. Na przepływy kapitałowe prowadzące do złej alokacji zasobów i niedoszacowania ryzyka, stanowiące element globalnej nierównowagi, jako generator kryzysu wskazują również Astley et al. (2009) oraz Paulson (2008). W kontekście

¹⁰ Dooley et al. (2009) przyrównali prognozowany przez wielu ekonomistów kryzys finansowy na skutek korekty globalnej nierównowagi do prognozy zniszczenia kuli ziemskiej na skutek eksplozji słońca. W opinii Dooleya et al. „kula ziemską została wprawdzie zniszczona, ale nie na skutek eksplozji słońca, lecz na skutek uderzenia asteroidu”.

obecnego kryzysu gospodarczego Portes (2009, s. 1) przypomina kryzys z 1998 r., kiedy to po ogłoszeniu niewypłacalności przez Rosję obserwowano znaczne zawirowania na światowych rynkach finansowych, które jednak nie przeniosły się na gospodarkę realną w takim stopniu jak podczas obecnego kryzysu. Według Portes'a wynikało to z faktu, że w skali globalnej nie występowała wówczas znacząca nierównowaga w bilansach płatniczych.

W literaturze można spotkać również bardziej wyważone stanowisko od tych zaprezentowanych powyżej, zgodnie z którym globalna nierównowaga i kryzys finansowy są wprawdzie powiązane, ale nie prostą zależnością przyczynowo-skutkową. Bini Smaghi (2008) oraz Obstfeld i Rogoff (2009) uznali globalną nierównowagę i kryzys finansowy za „dwie strony tego samego medalu”, tj. zjawiska mające wspólne determinanty. W opinii tych badaczy globalna nierównowaga stanowiła środowisko, w którym działanie czynników kryzysogennych zostało wzmocnione. Według Bini Smaghi (2009, s. 1–2) nierównowaga w bilansach płatniczych była wczesnym symptomem występującej w wielu gospodarkach nierównowagi wewnętrznej, która stanowiła bezpośrednią przyczyną kryzysu finansowego¹¹. Obstfeld i Rogoff (2009, s. 2, 16–30) wyrazili opinię, że zarówno globalna nierównowaga, jak i kryzysy finansowe mają swoje źródła głównie w polityce gospodarczej prowadzonej przez wiele krajów i zakłóceniach na rynkach finansowych. Do najważniejszych determinant kryzysu zaliczyli:

- politykę niskich stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, której efektem było zmniejszenia awersji do ryzyka i zwiększania stopy zadłużenia, a także bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości,
- niskie realne stopy procentowe w krajach rozwiniętych na skutek zalewu oszczędności z krajów azjatyckich prowadzących politykę stałego kursu waluty krajowej (wobec dolara amerykańskiego) na niedowartościowanym poziomie,
- zakłócenia na rynku kredytowym w ocenie ryzyka obligacji emitentów amerykańskich,
- innowacje finansowe prowadzące do wzrostu cen aktywów rzeczowych i finansowych.

5. Korekta globalnej nierównowagi – charakter przejściowy czy trwały?

W czasie światowego kryzysu finansowego globalna nierównowaga znacząco zmniejszyła się. Obniżenie globalnej nierównowagi wynikało przede wszystkim ze spadku relacji deficytu na rachunku obrotów bieżących do

¹¹ Smagli B. (2009, s. 1–2) uważa, że chociaż wewnętrzne anomalie są trudno dostrzegalne *ex ante*, to jednak można je przewidywać na podstawie kumulującej się nierównowagi zewnętrznej (nierównowaga zewnętrzna stanowi bowiem odzwierciedlenie nierównowagi wewnętrznej).

światowego PKB w krajach anglosaskich (z poziomu 1,9% w 2006 r. do 0,8% w 2009 r.) oraz ze zmniejszenia nadwyżki krajów Bliskiego Wschodu (z poziomu 0,6% do 0,1% światowego PKB). Obniżenie nierównowagi w bilansach płatniczych było związane bezpośrednio ze znacznym spadkiem wolumenu międzynarodowych transakcji handlowych. Baldwin i Taglioni (2009) szacują, że w okresie największego załamania transakcji eksportowo-importowych, tj. w drugim kwartale 2009 r., wielkość światowego handlu spadła o 15% w porównaniu do analogicznego okresu w 2008 roku.

Zmniejszenie wielkości globalnej nierównowagi w czasie kryzysu finansowego skłania do refleksji na temat trwałości tej tendencji. Z jednej strony można domniemywać, że kryzys finansowy w sposób trwały skorygował istotne czynniki strukturalne generujące deficyty i nadwyżki, a w związku z tym nierównowaga zmniejszy się. Z drugiej strony nie można wykluczyć, że obserwowany spadek nierównowagi jest jedynie pochodną ogólnoświatowego spowolnienia gospodarczego, a w związku z tym globalna nierównowaga w przyszłości wzrośnie, a nawet powróci do poziomu przedkryzysowego.

Wśród ekonomistów dominuje pogląd, że zjawisko globalnej nierównowagi będzie występowało również w przyszłości. Opinia ta jest prezentowana zarówno przez badaczy uznających nierównowagę za przyczynę obecnego kryzysu, jak i tych prezentujących odmienny pogląd w tej kwestii.

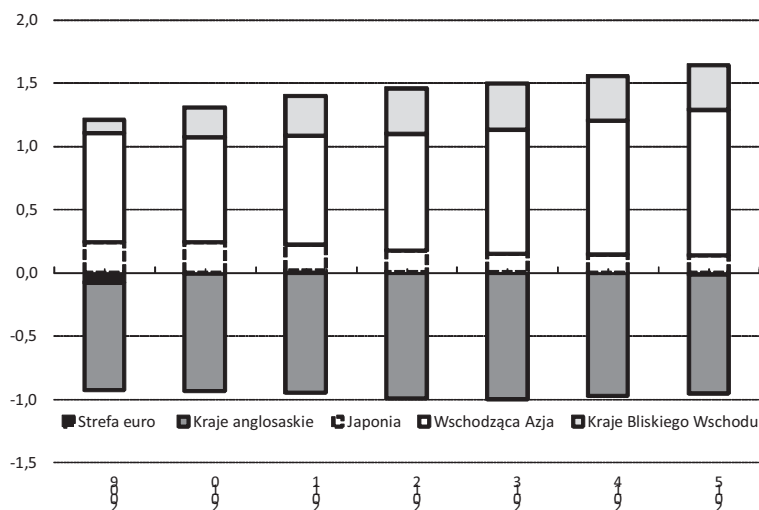
Dooley et al. (2009) dowodzą, że opisywany przez nich nieformalny system z Bretton Woods 2 nadal funkcjonuje i są przekonani, że obecny kryzys finansowy wzmocni czynniki kreujące globalną nierównowagę. Badacze prognozują, że w długim okresie globalna nierównowaga obserwowana przed kryzysem będzie utrzymywała się w związku z jeszcze większą niż do tej pory determinacją krajów azjatyckich do akumulowania rezerw walutowych.

Dunaway (2009), Portes (2009), Obstfeld i Rogoff (2009), a także Blanchard i Milesi-Ferretti (2009) również przewidują wzrost wielkości nierównowagi w bilansach płatniczych, ale w przeciwieństwie do Dooleya et al. uznają taką tendencję za niebezpieczną dla gospodarki światowej, mogącą zagrozićżywieniu gospodarczemu. W związku z tym wskazują na pilną potrzebę zlikwidowania globalnej nierównowagi poprzez implementację reform strukturalnych w gospodarkach deficytowych oraz nadwyżkowych, a także w międzynarodowym systemie finansowym. Ekonomisci ci wymieniają kilka pożądaných zmian strukturalnych. Po pierwsze, wskazują na potrzebę wykształcenia systemu zabezpieczeń społecznych oraz pogłębiania rynku finansowego w Chinach, co pozwoliłoby na obniżenie stopy oszczędności, umożliwiłoby wykorzystywanie oszczędności w większym zakresie na cele wewnętrzne, a także pobudziłoby konsumpcję w tym kraju. Po drugie, uznają za konieczne odejście przez gospodarkę Azji Południowo-Wschodniej od polityki utrzymywania kursu waluty krajowej na niedowartościowanym poziomie oraz polityki akumulacji rezerw

walutowych. W tym kontekście wysuwany jest kolejny postulat dotyczący zmian w funkcjonowaniu MFW, zgodnie z którym instytucja ta powinna skłaniać gospodarki rozwijające się do rezygnacji z tzw. polityki samoubezpieczenia poprzez oferowanie elastycznych form finansowania. Po czwarte, ekonomiści podkreślają, że gospodarki eksportujące ropę naftową powinny przeznaczać wpływy eksportowe w większym stopniu na wzrost wydatków krajowych i rozwijanie infrastruktury. Po piąte, wskazuje się na potrzebę wzrostu stopy oszczędności w krajach anglosaskich, w tym przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, poprzez obniżanie deficytu sektora publicznego.

W swoich aktualnych prognozach również MFW zakłada utrzymanie się zjawiska globalnej nierównowagi. MFW przewiduje, że w średnim okresie deficyty i nadwyżki poszczególnych grup krajów wzrosną, choć nie do poziomów z połowy minionej dekady. Deficyt krajów anglosaskich miałby w najbliższych latach oscylować wokół poziomu 1% światowego PKB, a dodatnie saldo najważniejszych gospodarek nadwyżkowych według MFW przekroczy 1,5% światowego PKB (wykres 2).

Wykres 2 Prognozowane saldo obrotów bieżących dla wybranych grup krajów
(w % światowego PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (World Economic Outlook Database, April 2010).

Uwagi: Dane za 2009 r. mają charakter szacunkowy (wstępny).

6. Uwagi końcowe

Kwestia znaczenia zjawiska globalnej nierównowagi dla stabilności rozwoju gospodarczego świata oraz jako determinanty ogólnoświatowego kryzysu finansowego nie została przez ekonomistów jednoznacznie rozstrzygnięta. Przed wybuchem kryzysu w literaturze pojawiały się konkurencyjne poglądy na temat zagrożeń związanych z globalną nierównowagą. Po wybuchu globalnego kryzysu finansowego rozbieżności utrzymały się. Z jednej strony znaczne grono badaczy uznaje globalną nierównowagę za czynnik destabilizujący światową gospodarkę i główną przyczynę kryzysu finansowego. Z drugiej strony głoszony jest także pogląd, że nierównowaga jest pozytywnym naturalnym zjawiskiem, pozwalającym na szybszy wzrost gospodarek wschodzących prowadzących politykę nadwyżek bilansu handlowego.

Dychotomia w ocenie zjawiska globalnej nierównowagi uzasadnia prowadzenie dalszych badań w przedmiotowym zakresie. Jest to tym bardziej istotne, że według wielu prognoz zjawisko globalnej nierównowagi może utrzymać się w kolejnych latach. Przewidywania te bazują na założeniu, że obserwowane obecnie zmniejszenie nierównowagi wynika jedynie ze spadku wolumenu międzynarodowych transakcji handlowych w fazie ogólnoświatowego spowolnienia gospodarczego. Czynnikiem sprzyjającym realizacji takich prognoz wydają się być prowadzone na szeroką skalę w krajach rozwiniętych fiskalne programy stymulujące gospodarkę, które mogą stanowić istotną ingerencją w rynkowy proces korekty czynników generujących globalną nierównowagę.

Jednoznaczna diagnoza dotycząca zależności pomiędzy kryzysem finansowym a zjawiskiem globalnej nierównowagi stanowiłaby podstawę do podjęcia decyzji o implementacji polityki ograniczania nierównowagi w gospodarce światowej. Przy założeniu związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy oboma zjawiskami, zasadne wydawałyby się skoordynowane działania decydentów gospodarczych mające na celu skorygowanie czynników odpowiedzialnych za powstanie nierównowagi. Brak bezpośredniego powiązania pomiędzy aktualnym kryzysem finansowym a istniejącą przed jego wybuchem nierównowagą, wcale nie musi jednak oznaczać, że problem globalnej nierównowagi jest nieistotny i można tolerować szybko rosnącą, historycznie wysoką nierównowagę w bilansach płatniczych. Jak podkreśla Greenspan (2010, s. 36), „choćby deficyt obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej nie odgrywał żadnej istotnej bezpośredniej roli w kontekście wybuchu kryzysu w 2007 r., to właśnie dlatego może odegrać taką rolę podczas następnego kryzysu”.

Bibliografia

1. Astley M., Giese J., Hume M., Kubelec Ch. (2009), *Global imbalances and the financial crisis*, "Bank of England Quarterly Bulletin", nr 2009 Q3.
2. Baldwin R., Taglioni D. (2009), *The illusion of improving global imbalances*, 14 November, <http://voxeu.org/index.php?q=node/4209>.
3. Bini Smaghi L. (2008), *The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin*, Asia Europe Economic Forum: *The Global Financial Crisis. Policy choices in Asia and Europe*, Beijing, 9 December.
4. Bernanke B. (2007), *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, September 11, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>.
5. Blanchard O., Milesi-Ferretti G.M. (2009), *Global Imbalances: In Midstream?*, IMF Staff Position Note, 22 December, SPN/09/29.
6. Bordo M.D. (2006), *Globalization and Imbalances in Historical Perspective*, Policy Discussion Papers No. 13, Federal Reserve Bank of Cleveland,
7. DeLong B.J. (2008), *The Wrong Financial Crisis*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2383>.
8. Dooley M., Garber P. (2009), *Global imbalances and the crisis: A solution in search of a problem*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3314>.
9. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2009), *Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System*, NBER Working Paper No. 14731.
10. Dunaway S. (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis*, Council Special Report No. 44, Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies.
11. Greenspan A. (2003), *The evolving international payments imbalance of the United States and its effect on Europe and the rest of the world*, the 21st Annual Monetary Conference, Washington DC, 20 November.
12. Greenspan A. (2010), *The Crisis*, http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/spring2010_greenspan.pdf
13. *International Trade Statistics* (2009), World Trade Organization, http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2009_e/its09_toc_e.htm.
14. Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, nr 4.
15. Mundell R., wykład wygłoszony na konferencji Global Finance Association, Poznań, 30.06.2010.
16. Obstfeld M., Rogoff K. (1994), *The Intertemporal Approach to the Current Account*, NBER Working Paper 4893, National Bureau of Economic Research.
17. Obstfeld M., Rogoff K. (2004), *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, Working Paper 10869, National Bureau of Economic Research.
18. Obstfeld M., Rogoff K. (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, November, paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, 18–20 October.
19. Portes R. (2009), *Global imbalances*, Policy Brief No. 3, January, [http://pegged.cepr.org/files/policy_briefs/Policy%20Brief%20No%203\(WP1\)_Global%20Imbalances_Portes.pdf](http://pegged.cepr.org/files/policy_briefs/Policy%20Brief%20No%203(WP1)_Global%20Imbalances_Portes.pdf)
20. Paulson H. M. (2008), *Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Rescue Package and Economic Update*, November 12, HP-1265, <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1265.htm>
21. Roubini N. (2006), *The BW 2 regime: an unstable disequilibrium bound to unravel*, "International Economics & Economic Policy", No. 3, s. 303–332.

22. Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, nr 4.
23. *World Economic Outlook. Globalization and Inequality* (2007), World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, October, Washington D.C.
24. *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery* (2009), World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, October, Washington D.C.

Konrad Sobański

(Summary)

The aim of the study is to present major opinions concerning the phenomenon of global imbalances and its influence on stability of global economic growth. The author tries to systematize both concepts presented by economists prior to the world financial crisis and current views on the relationship between global imbalances and the financial crisis. The article contains also selected forecasts of the future development path of global imbalances and resulting recommendations for policy makers given by selected economists. The analysis of the world literature has helped the author to formulate two conclusions: 1) There are competing opinions on the role of global imbalances in terms of sustainable growth of the world economy (expressed both before and after the outbreak of the financial crisis; 2) There is a widespread belief among economists that global imbalances will persist in the future. Both conclusions are arguments for further research on the issue of global imbalances.