

# Koniunktura na włosku

• MICHAŁ PRONOBIS

GLOBALNE ZAGROŻENIE POLEGA NA TYM, ŻE GOSPODARCZEMU PRZYSPIESZENIU TOWARZYSZY POGŁĘBIANIE SIĘ NIERÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNEJ.

Gospodarka światowa znajduje się w świetnej kondycji. Od kilku lat tempo przyrostu globalnego PKB jest wysokie, a bardzo pozytywnego stanu koniunktury nie zdołały pospuć nawet wysokie ceny ropy. Motorem ekonomicznego wzrostu pozostają Stany Zjednoczone, ale świat ciągnie do przodu także bardzo szybko rozwijająca się Azja, zwłaszcza zaś Chiny. Ponadto, z długoletniej stagnacji budzą się ostatnio także Japonia i Niemcy.

Światowa ekspansja trwa zatem w najlepsze, a oczekiwania co do dalszego obrotu zdarzeń są raczej optymistyczne. Na tle wielu korzystnych tendencji coraz wyraźniej zarysowuje się jednak globalne zagrożenie, źródło narastającej niepewności, które przez wielu ekonomistów postrzega-

ne jest jako prawdopodobna przyczyna przyszłego spowolnienia gospodarki światowej, a nawet, w najgorszym wariantcie, gwałtownego jej zepchnięcia w bolesny kryzys. Gospodarczemu przyspieszeniu na świecie towarzyszy bowiem pogłębianie się nierównowagi makroekonomicznej.

## USA NA ZASILANIU

Zacznijmy od Stanów Zjednoczonych. Utrzymujący się od kilku lat szybki wzrost gospodarki USA stymulowany jest w zasadniczej mierze przez dynamikę popytu wewnętrznego. Dwa czynniki – nieprzerwana fala zakupów ze strony amerykańskich konsumentów oraz pompowanie pieniędzy poprzez rozluźnioną politykę fiskalną – wspólnie odpowiadają za wysoką stopę przyrostu PKB największej gospodarki świata. Problem w tym, że coraz bardziej rozrzutna konsumpcja w Stanach Zjednoczonych odbiega od faktycznych możliwości nabywczych tego kraju, przez co w ogromnym stopniu odbywa się na kredyt. Wysoką skłonność do finansowania swoich potrzeb poprzez zadłużanie się wspomagają rekordowy boom na amerykańskim rynku nieruchomości oraz stosunkowo ni-

skie (do niedawna) rynkowe stopy procentowe. Dodatkowe potrzeby pożyczkowe generuje również rząd USA, budżet od kilku lat wykazuje bowiem gigantyczny i stale rosnący deficyt.

Dynamiczny popyt „rozlewa się” poza granice kraju, co pobudza gospodarkę w pozostałych częściach świata. Wzrastający import przyczynia się jednak do narastania potężnej nierównowagi w amerykańskim bilansie handlowym, która tylko w ubiegłym roku wyniosła rekordowe 726 miliardów dolarów, równoważność ok. 6 proc. PKB! Zważywszy na niską stopę oszczędności w Stanach Zjednoczonych, sytuacja taka jest na dłuższą metę nie do utrzymania. Oto bowiem największa potęga gospodarcza świata, aby zaspokoić wykreowany przez siebie popyt, potrzebuje regularnego strumienia zewnętrznego finansowania, w praktyce uzależniającego od niego swój wzrost PKB.

## AZJA PŁYWA W DOLARACH

Kto na bieżąco dostarcza Amerykanom niezbędnych środków? Przede wszystkim Azja, od lat dysponująca olbrzymimi nadwyżkami oszczędności. Dynamicznie rozwijające się gospodarki azjatyckie cechuje całkowicie odmienna struktura przyrostu PKB niż w gospodarce USA. W warunkach niezwykle wstrzemięźliwej skłonności do konsumpcji wzrost gospodarczy w Azji oparty jest w głównej mierze na silnej ekspansji eksportu, czego efektem jest uzyskiwanie ogromnych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. W normalnych okolicznościach naturalną odpowiedzią rynku na tego typu procesy byłoby umocnienie się kursów wymiennych azjatyckich walut (mowa tu głównie o chińskim juanie). Takie dostosowanie jednak nie następuje, azjatyckie banki centralne celowo bowiem stosują sztywny reżim kursowy, co ma dodatkowo stymulować konkurencyjność eksportu. Aby utrzymać kurs na niskim poziomie,

Kraje o największych zasobach rezerw walutowych  
(w mld dolarów)



Źródło: „Rzeczpospolita”.

władze monetarne dokonują interwencji, skupując obce waluty, które z kolei inwestują w bezpieczne papiery wartościowe. Głównie są to dolarowe aktywa rządu amerykańskiego. Zgromadzone w ten sposób rezerwy dewizowe samych tylko Chin i Japonii szacuje się na około 1,8 biliona dolarów.

Mówiąc krótko: permanentnie zadłużająca się Ameryka znajduje źródło finansowania swoich coraz większych potrzeb w rozwijającej się Azji, która angażuje w ten sposób swoje nadwyżki płynności. Obie strony się zatem wzajemnie potrzebują i w tym miejscu błędne koło się zamyka. Oczywiście sytuacja taka nie może trwać bez końca.

### NIERÓWNOWAGA CORAZ GROZNIJSZA

Po pierwsze, obecny wzrost gospodarczy na świecie strukturalnie nie opiera się na stabilnych fundamentach, lecz po części stymulowany jest w sposób sztuczny. Przyszłe losy gospodarki zależą w coraz większym stopniu od rynków finansowych. W miarę dalszego pogłębiania się globalnej nierównowagi płatniczej będzie się zwiększało prawdopodobieństwo gwałtownego i głębokiego zwrotu koniunktury. Co więcej, brak elastyczności w polityce kursowej Azji zniekształca podstawowe relacje makroekonomiczne i uniemożliwia rynkową korektę nierównowagi.

W sytuacji bardzo dużego deficytu handlowego w USA powinno nastąpić samoistne dostosowanie w postaci spadku kursu dolara wobec innych walut, zwłaszcza chińskiego juana. Takie rozwiązanie problemu utrudniają wspomniane azjatyckie banki centralne, które masowo skupują dolara, w sztuczny sposób utrzymując jego kurs na przeszacowanym poziomie, przez co fala eksportu z Chin i innych krajów nie przestaje zalewać rynku USA. Ponadto wygenerowany tą drogą popyt na amerykańskie papiery skarbowe, w których Azja lokuje swoje pęczniące rezerwy walutowe, utrzymuje długoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych na zaniżonym poziomie, mimo sukcesywnego zaostrzania polityki pieniężnej przez Fed (choć w ostatnich kil-

kunastu tygodniach dochodowość amerykańskich obligacji istotnie zaczęła rosnać). Tymczasem „prawdziwie rynkowe dostrojenie” stóp procentowych i kursu dolara pozwoliłoby automatycznie zrównoważyć ujemne saldo w obrotach handlowych USA.

Moim zdaniem istnieją dwie możliwości rozwiązania problemu. Pierwsza wiązałaby się ze znacznym wyhamowaniem dynamiki konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, a tym samym zwiększeniem krajowej stopy oszczędności. Zmniejszałoby to amerykański import i łagodziło napięcia na rachunku obrotów bieżących. Nieuchronnym tego następstwem musia-

## NIE MA WĄTPLIWOŚCI, ŻE GLOBALNA NIERÓWNOWAGA MUSI ZOSTAĆ W KOŃCU OGRANICZONA

łoby być jednak osłabienie tempa wzrostu w USA i w całej gospodarce światowej.

### CZY DOLAR „TĄPNIE”?

Drugim możliwym sposobem zniwelowania nierównowagi jest dostosowanie w sferze międzynarodowych finansów. W jakimś momencie może zwyczajnie nastąpić spadek zaufania do dolara i odwrót od papierów amerykańskich. Co gorsza, zmiany nastrojów na rynkach nie musi nawet poprzedzać jakieś konkretne wydarzenie, inwestorzy mogą po prostu nagle zaprzestać pompuwać pieniędzmi zadłużoną Amerykę. Przedsmak tego, co się może dziać na rynkach, widać obecnie. Od początku roku dolar stracił wobec euro około 10 proc., a wystarczyły do tego ledwie pogłoski o możliwym rychłym końcu zaostrzania polityki pieniężnej przez Fed. Taką zmianę kursu należy przy tym uznać za umiarkowaną, w stosunku do możliwej do zrealizowania w zaistniałych warunkach przeceny dolara. Skala zaangażowanych środków w aktywach amerykańskich jest przecież ogromna, jakiegokolwiek uruchomienie tych gigantycznych sum miałyby niepomierne skutki dla rynków finansowych całego świata.

Spadek kolosalnego popytu na obligacje rządu USA spowodowałby gwałtowny skok ich rentowności i wzrost rynkowych stóp procentowych, co dusiłoby gospodarkę. Mocno straciłby dolar. Wszystko to w naturalny sposób hamowałoby wzrost PKB w innych częściach świata, zwłaszcza tam, gdzie siłą napędową gospodarki jest eksport. Mowa tu głównie o Chinach i Europie. Można sobie wyobrazić jak na trwały wzrost kursu eurodolara zareagowałaby na przykład gospodarka niemiecka, w której za przyrost PKB w ostatnich latach odpowiada w zasadzie wyłącznie eksport. Najświeższe ożywienie w Niemczech bazuje w dużej mierze

właśnie na korzystniejszym kursie wspólnej waluty wobec dolara.

Bardziej prawdopodobną ścieżką korekty światowej nierównowagi jest jednak wariant pierwszy, czyli naturalne spowolnienie popytu konsumpcyjnego w USA. Przyczynić się mogą do tego wyhamowanie boomu na rynku nieruchomości, a także zapowiedzi dalszych podwyżek stóp procentowych przez Fed. Bardzo istotną rolę ma tu do odegrania także polityka fiskalna, która powinna zmierzać w kierunku znacznego ograniczenia amerykańskiego deficytu budżetowego. Dobrze byłoby, gdyby do akcji włączyły się też Chiny, przyzwalając na powolną rewaluację kursu swojej waluty. Dolar co prawda nie będzie stabilny, jednak nie sądzę, aby deprecjacja jego kursu była skokowa i kilkudziesięcioprocentowa.

Drugi wariant dostosowania niósłby ze sobą o wiele większe ryzyko. W najgorszej wersji oznaczałby on nie tyle stopniowe spowolnienie światowej gospodarki, ile gwałtowny krach na globalnych rynkach finansowych i silną recesję. Myślę, że mimo wszystko jesteśmy jeszcze dość daleko od takiego obrotu spraw, jednak lepiej nie kusić losu. •

Autor jest doktorantem Uniwersytetu Gdańskiego