

ZESZYT NR 3 (2012)



ekonomia

międzynarodowa

zeszyty naukowe SKN TIAL

Studenckie Koło Naukowe



Nierównowagi rachunków obrotów bieżących państw strefy euro. Saldo rachunku Grecji w świetle podejścia międzyokresowego¹

Kamila Kuziemska²

Mimo że saldo obrotów bieżących całej strefy euro było i jest bliskie równowagi, strefę euro tworzą kraje charakteryzujące się znacznymi nierównowagami rachunków obrotów bieżących. Z jednej strony występują państwa, w których niestabilne boomy kredytowe i będące ich konsekwencją pogarszanie się konkurencyjności powodowały wzrost deficytów rachunków obrotów bieżących (Hiszpania, Irlandia, Portugalia). Z drugiej strony są państwa charakteryzujące się słabym popytem wewnętrznym i wysokimi oszczędnościami krajowymi, powodującymi utrzymywanie się nadwyżek rachunków obrotów bieżących (Niemcy, Holandia).

Celem artykułu jest przedstawienie ewolucji sald rachunków obrotów bieżących państw strefy euro w latach 1995–2010, ze szczególnym uwzględnieniem salda rachunku obrotów bieżących Grecji. W pracy została podjęta próba przedstawienia konsekwencji trwałego deficytu rachunku obrotów bieżących oraz potencjalnych sposobów redukcji tej formy nierównowagi w gospodarce. Mając na względzie mnogość podejść do bilansu płatniczego (elastycznościowe, absorpcyjne, monetarne i międzyokresowe), autorka opiera analizę na międzyokresowym podejściu do rachunku obrotów bieżących.

Ewolucja sald rachunków obrotów bieżących w krajach strefy euro w latach 1995–2010

Do kryzysu zapoczątkowanego w 2007 roku problem nierównowag rachunków obrotów bieżących w krajach tworzących strefę euro pozostawał w cieniu kwestii deficytu rachunku obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych oraz nadwyżki rachunku obrotów bieżących w Chinach. Potencjalną tego przyczyną było saldo rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB całej strefy euro oscylujące wokół zera.

Analiza sald rachunków obrotów bieżących państw strefy euro wskazuje, że od wczesnych lat 90. XX wieku zróżnicowanie tych sald między poszczególnymi krajami

¹ Tezy i wnioski zawarte w opracowaniu są poglądami autorki i nie powinny być utożsamiane ze stanowiskiem Narodowego Banku Polskiego.

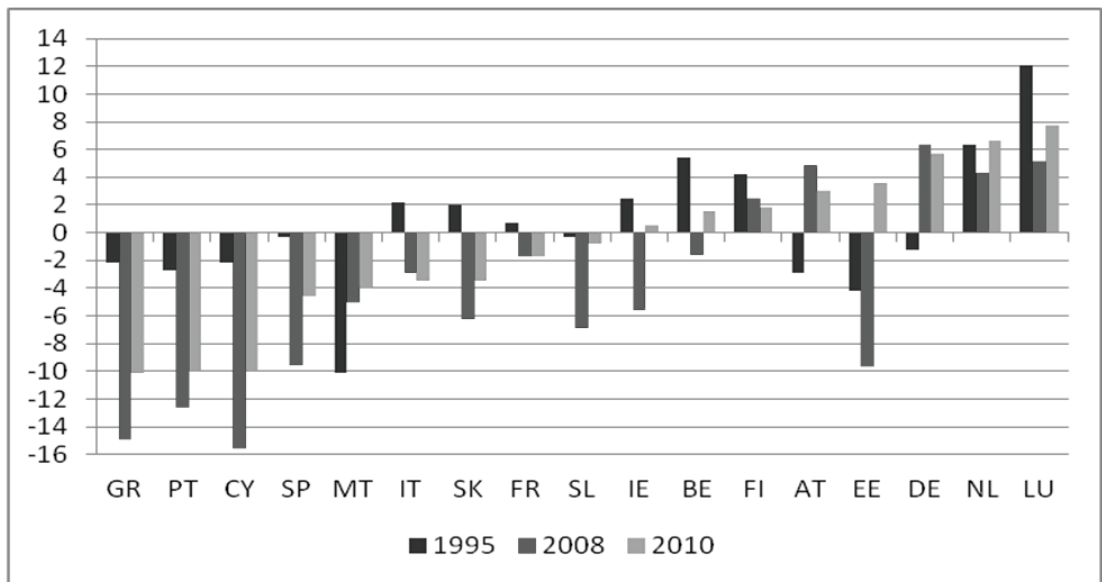
² Kamila Kuziemska – magister nauk ekonomicznych, doktorantka w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego oraz pracownik Instytutu Ekonomicznego Narodowego Banku Polskiego.

unii walutowej rosło. Można było wyodrębnić z jednej strony kraje rozwijające się uczestniczące w procesie skracania dystansu do krajów rozwiniętych (*catching-up process*), charakteryzujące się niższym od średniej dla strefy euro poziomem PKB *per capita* i silnym wzrostem inwestycji. Charakteryzował je boom inwestycyjny związany z ekspansją na rynku budowlanym (Irlandia, Hiszpania), długotrwałe nierównowagi fiskalne (Grecja, Portugalia) oraz spadek oszczędności związany z antycypowanym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego związanym z wejściem do strefy euro (Grecja, Hiszpania, Portugalia). Z drugiej strony do strefy euro należały państwa, które – korzystając ze wzrostu światowego handlu – zwiększały eksport i oszczędności, zmniejszały inwestycje oraz odnotowywały nadwyżki rachunków obrotów bieżących. W latach 1995–2007 Grecja, Portugalia oraz Hiszpania miały permanentne deficyty rachunków obrotów bieżących w relacji do PKB, natomiast Luksemburg, Holandia i Finlandia nadwyżki rachunków obrotów bieżących w stosunku do PKB. Krajami, które przekształciły się z importerów kapitału netto w eksporterów kapitału netto, są Niemcy i Austria. W obu przypadkach miało to miejsce w 2002 roku.

Globalny kryzys finansowy zainicjowany załamaniem na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych w połowie 2007 roku wymusił redukcję deficytów i nadwyżek rachunków obrotów bieżących w państwach strefy euro. W krajach unii walutowej, w których na początku kryzysu istniały wysokie deficyty rachunków obrotów bieżących, nastąpiła kombinacja spadku popytu sektora prywatnego oraz mniej dramatycznego spadku eksportu niż w reszcie strefy euro. Wzrost oszczędności i spadek inwestycji sektora prywatnego były kompensowane w różnym stopniu, w zależności od kraju, przez wzrosty deficytów budżetowych. Zmianie uległa kompozycja popytu wewnętrznego, w szczególności substytucja importu produktami krajowymi. Efektem był spadek deficytów rachunków obrotów bieżących. W państwach strefy euro, w których na początku recesji istniały znaczące nadwyżki rachunków obrotów bieżących, popyt sektora prywatnego okazał się bardziej odporny na perturbacje globalne. Na spadek sald rachunków obrotów bieżących w tych krajach wpłynął wzrost deficytów publicznych oraz spadek światowego handlu (państwa te z uwagi na specjalizację eksportową oraz większą otwartość na handel były wrażliwsze na spadek światowej wymiany handlowej). Efektem była redukcja nadwyżek rachunków obrotów bieżących

Zgodnie z danymi Eurostatu w 2010 roku do grupy krajów o nadwyżkach rachunków obrotów bieżących należały: Luksemburg, Holandia, Niemcy, Estonia, Austria, Finlandia, Belgia i Irlandia. Pozostałe kraje strefy euro odnotowywały deficyty rachunków obrotów bieżących względem PKB (por. wykres 1.). Korekta nierównowag rachunków obrotów bieżących w okresie kryzysu wynikała przede wszystkim z fazy cyklu koniunkturalnego. Prawdopodobne jest ponowne pogłębienie nierównowag, gdy sytuacja gospodarcza w państwach strefy euro się poprawi.

Wykres 1. Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)



Uwaga: GR – Grecja, PT – Portugalia, CY – Cypr, SP – Hiszpania, MT – Malta, IT – Włochy, SK – Słowacja, FR – Francja, SL – Słowenia, IE – Irlandia, BE – Belgia, FI – Finlandia, AT – Austria, EE – Estonia, DE – Niemcy, NL – Holandia, LU – Luksemburg.

Źródło: Eurostat [data dostępu: 06.04.2012].

Międzyokresowe podejście do rachunku obrotów bieżących w świetle pozostałych podejść do bilansu płatniczego

Saldo rachunku obrotów bieżących danego kraju w danym okresie stanowi zmianę wartości należności netto tego kraju względem reszty świata – zmianę jego aktywów zagranicznych netto (M. Obstfeld, K. Rogoff 1996, s. 5). Deficyt (nadwyżka) rachunku obrotów bieżących to dodatni (ujemny) przyrost stanu zagranicznych zobowiązań gospodarki (G.M. Milesi-Ferretti, A. Razin 1996, s. 4).

Teoria bilansu płatniczego podlegała ewolucji. Jej wyrazem jest kilka podejść do rachunku obrotów bieżących: elastycznościowe, absorpcyjne, monetarne oraz najnowsze – międzyokresowe. Analiza międzyokresowa rachunku obrotów bieżących rozwija się od wczesnych lat 80. XX wieku. Zgodnie z międzyokresowym podejściem do rachunku obrotów bieżących saldo tego rachunku jest wynikiem opartych na oczekiwaniach (*forward-looking*) dynamicznych decyzji odnośnie do oszczędności i inwestycji (M. Obstfeld, K. Rogoff 1994, s. 2). Liczne aplikacje empiryczne teorii międzyokresowej bazują na tożsamości, która traktuje saldo rachunku obrotów bieżących jako różnicę między oszczędnościami krajowymi i dokonywanymi w kraju inwestycjami (np. Chinn i Prasad 2003, Debelle i Faruquee 1996, Lee i in. 2008, Brissimis i in. 2010). W gospodarce otwartej krajowe oszczędności mogą być wyższe lub niższe od inwestycji, dzięki czemu konsumpcja staje się wygładzona (*consumption smoothing*), a inwestycje bardziej odzwierciedlają możliwości osiągnięcia stopy zwrotu niż dostępność oszczędności krajowych (por. ramka 1.).

Ramka 1. Podstawowe zależności makroekonomiczne między saldem rachunku obrotów bieżących i rachunkami narodowym

$$CA = (EX - IM) + \text{dochód netto} + \text{transfery bieżące netto} \quad (1)$$

$$GDP = C + I + (EX - IM) \quad (2)$$

$$GNDI = C + I + (EX - IM) + \text{dochód netto} + \text{transfery bieżące netto} \quad (3)$$

$$CA = S - I = (GNDI - C_p - C_g) - (I_p + I_g) \quad (4)$$

$$CA = S - I = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \quad (5)$$

gdzie:

CA – saldo rachunku obrotów bieżących, S – oszczędności, I – inwestycje, EX – eksport, IM – import, GDP – produkt krajowy brutto, $GNDI$ – dochód narodowy brutto do dyspozycji. Indeksy dolne p oraz g oznaczają odpowiednio sektor prywatny oraz sektor publiczny.

W średnim okresie saldo rachunku obrotów bieżących – rozpatrywane jako różnica oszczędności krajowych i dokonywanych w kraju inwestycji – determinują czynniki sfery realnej, finansowej i społecznej (demograficznej). Do pierwszej należą: relatywny³ PKB *per capita* i wzrost gospodarczy, relatywne saldo sektora jednostek rządowych i samorządowych w relacji do PKB, realny efektywny kurs walutowy, relatywna niepewność makroekonomiczna (aproksymowana np. przez zmienność inflacji, zmienność *terms of trade*), międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto do PKB. Do drugiej należą relatywny rozwój rynku finansowego (aproksymowany np. przez relację kredytu dla sektora prywatnego do PKB, wielkość agregatu monetarnego M2 do PKB) oraz różnica krajowych i zagranicznych stóp procentowych. Do trzeciej należą relatywny współczynnik zależności demograficznej oraz relatywna stopa wzrostu populacji. Ponadto na saldo rachunku obrotów bieżących mogą wpływać ceny ropy naftowej oraz pełnienie przez kraj funkcji regionalnego lub światowego centrum finansowego.

Saldo rachunku obrotów bieżących Grecji z perspektywy międzyokresowego podejścia do rachunku obrotów bieżących

Międzyokresowe podejście do rachunku obrotów bieżących jest teorią ekonomiczną stanowiącą podstawę licznych prac empirycznych. Bardzo ciekawym badaniem, w którym saldo tego rachunku jest rozpatrywane jako różnica oszczędności krajowych oraz dokonywanych w kraju inwestycji, jest praca Brissimis i in. (2010) pt. *Current account determinants and external sustainability in periods of structural change*. Podjęto w niej próbę zbadania głównych determinant salda rachunku obrotów bieżących (względem PKB) Grecji w latach 1960–2007. Badanie doprowadziło Autorów do następujących wniosków (Brissimis i in. 2010, s. 21, 33):

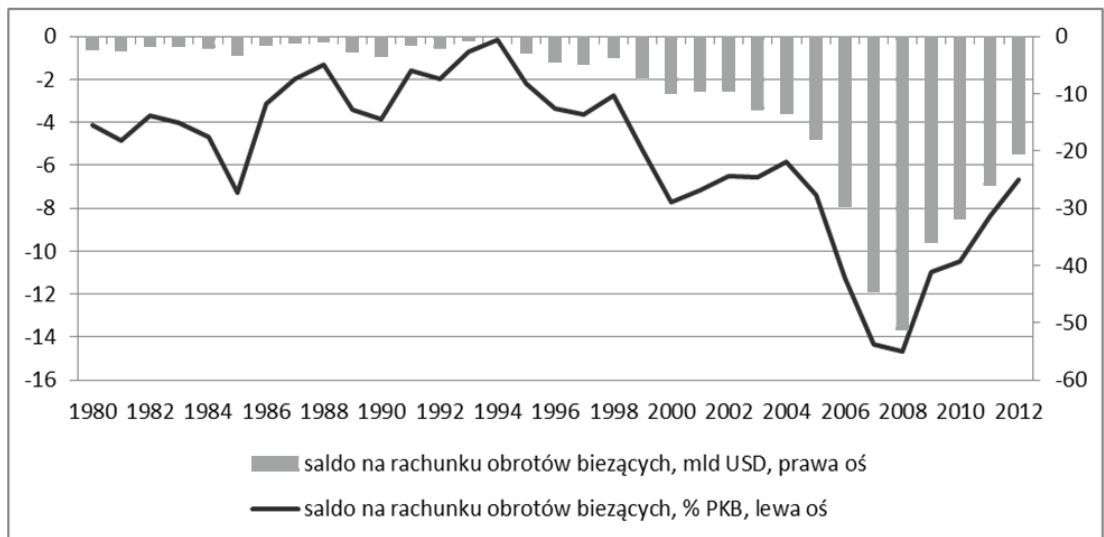
1. Po pierwsze, istnieje dodatnia zależność między relatywnym (względem Niemiec) realnym PKB *per capita* a saldem rachunku obrotów bieżących do no-

³ W relacji do głównych partnerów handlowych.

minalnego PKB Grecji. Innymi słowy – deficyt rachunku obrotów bieżących powinien się zmniejszać wraz z konwergencją realnego PKB *per capita* Grecji do realnego PKB *per capita* Niemiec.

2. Po drugie, aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego ujemnie wpływa na saldo rachunku obrotów bieżących do nominalnego PKB Grecji nie tylko poprzez spadek konkurencyjności i eksportu netto (kanał handlu), ale także przez zmniejszenie oszczędności spowodowane wzrostem siły nabywczej (mierzonej wartością importu) oraz wzrostem wartości zakumulowanych aktywów finansowych i realnych.
3. Po trzecie, wzrost oszczędności netto (oszczędności pomniejszone o inwestycje) sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB o 1 punkt procentowy (p.p.) powoduje zwiększenie salda rachunku obrotów bieżących do nominalnego PKB o 0,47 p.p. Wzrost deficytu fiskalnego zwiększa zatem deficyt rachunku obrotów bieżących.
4. Po czwarte, istnieje ujemna zależność między relacją kredytu dla sektora prywatnego do PKB a saldem rachunku obrotów bieżących względem nominalnego PKB. Następstwem liberalizacji finansowej w Grecji był szybki wzrost kredytu dla sektora prywatnego, szczególnie dla gospodarstw domowych. Wobec perspektyw wejścia do unii walutowej, w której koszt finansowania jest niższy (niższe stopy procentowe), gospodarstwa domowe dostosowywały swoją konsumpcję i inwestycje (głównie w nieruchomości) poprzez wzrost kredytu i spadek oszczędności prywatnych. Przyczyniło się to do spadku salda rachunku obrotów bieżących (por. wykres 2.). Wzrost zadłużenia prywatnego po 1999 roku w Grecji był zatem związany ze zmianami uwarunkowań gospodarczych spowodowanych liberalizacją finansową i członkostwem w Unii Gospodarczej i Walutowej⁴.

Wykres 2. Ewolucja salda na rachunku obrotów bieżących Grecji



Uwaga: szacunki po 2010 r.

Źródło: IMF (2011), *World Economic Outlook Database*, September.

⁴ Na wzrost akcji kredytowej w Grecji istotny wpływ miało również zniesienie w latach 1993–1994 restrykcji dotyczących zaciągania kredytów walutowych, co zapoczątkowało gwałtowny wzrost zadłużenia w walutach obcych.

Brzoza-Brzezina (2011) omawia doświadczenia Grecji, Portugalii i Irlandii ze znacznym przyspieszeniem akcji kredytowej przed przystąpieniem tych państw do strefy euro. Wskazuje, że w krajach tych ekspansje kredytowe rozpoczęły się około 2–3 lata przed przystąpieniem do strefy euro, a kulminacja miała miejsce na rok przed przystąpieniem do strefy euro lub w roku akcesji. Ponadto zwraca uwagę na to, że w ciągu 10 lat otaczających przystąpienie do strefy euro dochodziło do około dwukrotnego wzrostu relacji kredytu do PKB (Brzoza-Brzezina 2011, s. 151).

Konsekwencje deficytu rachunku obrotów bieżących i sposoby jego redukcji

Trwały deficyt rachunku obrotów bieżących nie powinien przekraczać 3% PKB (Cline, Williamson 2011, s. 3). Kumulowanie deficytów rachunku obrotów bieżących oznacza wzrost ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, co zwiększa wrażliwość kraju na szoki zewnętrzne. W przypadku uzależnionej od finansowania zewnętrznego małej gospodarki otwartej zmiana zaufania inwestorów zagranicznych do danego kraju⁵ może spowodować zmniejszenie napływu lub odpływ kapitału zagranicznego, prowadząc do deprecjacji/dewaluacji waluty krajowej⁶, wzrostu rentowności dłużnych papierów wartościowych, oraz wymusić gwałtowny proces dostosowawczy (np. zaciśnienie polityki monetarnej i fiskalnej).

W obliczu przedstawionych zagrożeń ważnym zagadnieniem jest identyfikacja czynników wpływających na saldo rachunku obrotów bieżących. Ich znajomość jest punktem wyjścia do podjęcia działań sanacyjnych, mających na celu zmniejszenie deficytu rachunku obrotów bieżących. Do trwałej redukcji nierównowagi tego rachunku mogą być potrzebne: dostosowania realnych efektywnych kursów walutowych poprzez zmiany nominalnych kursów walutowych⁷ i/lub reformy strukturalne nakierowane na zmiany cen relatywnych⁸. Sposobem na zmniejszenie deficytu rachunku obrotów bieżących jest także ograniczenie wydatków sektora publicznego (wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej) i prywatnego (zatrzymanie ekspansji kredytowej), potencjalnie prowadzące do redukcji popytu, w tym importu⁹. Ponadto na wzrost salda rachunku obrotów bieżących może wpłynąć rozwój strony podaźowej gospodarki, który poprzez zwiększenie produktywności pracy i kapitału powinien prowadzić do poprawy konkurencyjności gospodarki.

Zastosowanie przedstawionych rozwiązań w obliczu aktualnego kryzysu byłoby niewątpliwie trudnym zadaniem dla krajów strefy euro. W ostatnich kilkunastu latach

⁵ Zmiana zaufania inwestorów zagranicznych do danego kraju może być związana ze zmianą ich percepcji, co do możliwości i/lub woli państwa do regulacji zobowiązań zagranicznych.

⁶ Deprecjacja/dewaluacja waluty krajowej oznacza wzrost kosztów obsługi długu nominowanego w obcej walucie.

⁷ Niemożliwe dla państw należących do unii walutowej.

⁸ W krajach o deficytach rachunków obrotów bieżących wskazane jest ograniczenie nadmiernego wzrostu płac nominalnych (wzrostu płac niekorespondującego ze wzrostem wydajności pracy) w sektorze dóbr handlowych. Z jednej strony, efektem może być wzrost konkurencyjności cenowej produkcji, a zatem wzrost eksportu. Z drugiej strony, konsekwencją ograniczenia nadmiernego wzrostu płac może być spadek popytu, w tym importu. Ponadto wskazana jest deregulacja dostępu do tzw. zamkniętych zawodów. Potencjalnie prowadzi ona do wzrostu konkurencji na rynku, spadku cen, wzrostu konkurencyjności gospodarki.

⁹ Możliwą konsekwencją tego procesu dostosowawczego jest spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

państwa europejskiej unii walutowej traciły swoje rynki zbytu na rynku światowym na rzecz krajów wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, co pogarsza ich perspektywy na dalszy rozwój. Ponadto potrzeba pokrycia strat banków poniesionych podczas kryzysu oraz zwiększenia wydatków budżetowych w celu złagodzenia recesji pozbawiły wiele rządów strefy euro znacznej części środków, które mogłyby zostać przeznaczone na finansowanie wydatków sprzyjających modernizacji gospodarek, a zatem zwiększeniu ich konkurencyjności.

Podsumowanie

Od wczesnych lat 90. XX wieku obserwowane było rosnące zróżnicowanie sald rachunków obrotów bieżących w krajach strefy euro. Część determinant nierównowag była związana z procesem integracji w Europie (w szczególności niestabilne boomy kredytowe).

Globalny kryzys gospodarczy i finansowy zapoczątkowany w 2007 roku spowodował zmniejszenie nierównowag rachunków obrotów bieżących. Obserwowana korekta miała jednak głównie charakter cykliczny.

Kryzys wyeksponował potrzebę reform strukturalnych, które muszą zostać podjęte niezależnie od uwarunkowań związanych z cyklem koniunkturalnym, w szczególności w państwach o trwałych wysokich deficytach rachunków obrotów bieżących.

Bibliografia

- Brissimis S.N., Hondroyiannis G., Papazoglou Ch., Tsaveas N.T., Vasardani M.A. (2010), *Current account determinants and external sustainability in periods of structural change*, Bank of Greece Working Paper, no. 117, September.
- Brzoza-Brzezina (2010), *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck.
- Chinn M.D., Prasad E.S. (2003), *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration*, „Journal of International Economics” 59, 47–76.
- Cline C.R., Williamson J. (2011), *Estimates of fundamental equilibrium exchange rates*, Peterson Institute for International Economics, no. PB11-5, May.
- Debelle G., Faruqee H. (1996), *What determines the current account? A cross-sectional and panel approach*, IMF Working Paper, no. 58, International Monetary Fund.
- Eurostat [data dostępu: 06.04.2012].
- IMF (2011), *World Economic Outlook Database*, September.
- Lee J., Milesi-Ferretti G.M., Ostry J., Prati A., Ricci L.A. (2008), *Exchange rate assessments: CGER Methodologies*, International Monetary Fund, Occasional Paper no. 261.
- Obstfeld M., Rogoff K. (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, The MIT Press, Fifth printing, 2002.
- Obstfeld M., Rogoff K. (1994), *The intertemporal approach to the current account*, National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 4893, October.