

Michał Moszyński

## **WYBRANE ASPEKTY NIERÓWNOWAGI GLOBALNEJ – PRZYCZYNY I MOŻLIWE KONSEKWENCJE**

### **STRESZCZENIE**

Ekonomistów niepokoi rosnący bliźniaczy deficyt Stanów Zjednoczonych oraz powiększające się rezerwy walutowe państw azjatyckich i krajów OPEC. Podnoszone są argumenty, że gospodarka amerykańska, jako największy importer kapitału, żyje na kredyt innych państw, co w dłuższym okresie jest nie do utrzymania. Narastanie i intrygująca trwałość nierównowagi wyjaśniana bywa przy pomocy kilku hipotez. Część z nich upatruje źródeł nierównowagi w samych Stanach Zjednoczonych, a część koncentruje się na przyczynach leżących poza gospodarką tego kraju.

Z problematyką nierównowagi ściśle związanych jest kilka zajmujących pytań: Dlaczego kraje biedne eksportują kapitał? Jak to możliwe, że w USA przez tak długi okres utrzymywała się niska inflacja? Co sprawia, że nierównowaga światowa utrzymuje się tak długo?

Celem artykułu jest naświetlenie podłoża zjawiska globalnej nierównowagi od strony teoretycznej i praktycznej oraz przeanalizowanie jego możliwych konsekwencji dla gospodarki światowej, w szczególności dla perspektyw wzrostu. W opracowaniu postawiono tezę, że nierównowaga jest wywołana splotem różnych czynników i żadna z sformułowanych w literaturze teorii nie jest w stanie w pełni jej wyjaśnić.

### **SELECTED ASPECTS OF GLOBAL IMBALANCES – CAUSES AND POSSIBLE CONSEQUENCES**

#### **SUMMARY**

Economists are concerned about growing twin deficits in the US and rising international reserves of Asian and OPEC countries. There are some arguments that American economy being a biggest importer of capital lives at the other countries' expense, something that could

not be continued in the long run. An increase and intriguing stability of global imbalances are explained by several hypothesis. Some of them seek the causes of imbalances in the US, and some concentrate on the sources situated outside of American economy.

Issues of global imbalances are tight connected with several interesting questions: why developing countries export capital? How was it possible, that inflation in the US persist so long on low level? What causes the sustainability of global imbalances?

The aim of the article is to explore the reasons for global imbalances from theoretical and practical point of view and to analyse their possible effects on global economy, in particular on growth perspectives.

The thesis proposed in the article is that global imbalances are caused by a series of developments and none of the theories formulated in the literature is able to clarify them fully.

## 1. WPROWADZENIE

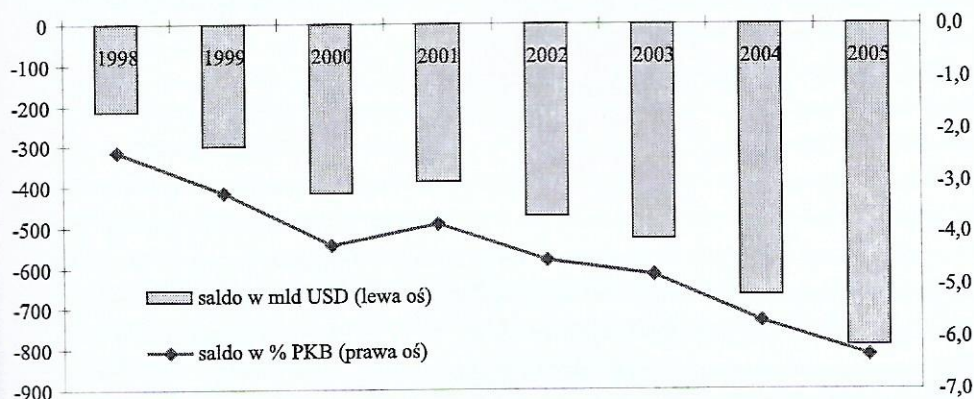
Ekonomiści, mówiąc o nierównowagach globalnych, mają na myśli kilka zjawisk. Najwyraźniejszym objawem nierównowag jest olbrzymie ujemne saldo na rachunku bieżącym Stanów Zjednoczonych, co z uwagi na jego zrozumiałą wymowę, budzi największe zainteresowanie opinii publicznej. Deficyt na rachunku bieżącym tego kraju w ostatniej dekadzie szybko się powiększa. W roku 1996 wynosił 120 mld USD, co stanowiło 1,5% PKB, w 2000 roku odpowiednio 414 mld (4,2% PKB), zaś w 2005 roku już ponad 700 mld USD, a odniesieniu do PKB prawie 6% (wyk. 1). Tendencje te utrzymywały się również w roku 2006 i nic nie wskazuje na to, by miały się w najbliższym okresie odwrócić.

Wielki deficyt na rachunku bieżącym związany jest z przyrostem zobowiązań amerykańskich rezydentów wobec reszty świata. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna, będąca zestawieniem aktywów i pasywów zagranicznych należących do podmiotów krajowych, sięga niepokojących (minus) 2,5 bln USD, a w odniesieniu do PKB – ponad 20%. Oznacza to, że USA są dłużnikiem netto wobec reszty świata. Jeszcze w latach 80. saldo to było dodatnie. Tak wielka przewaga pasywów zagranicznych nad aktywami jest rzadka w dużych gospodarkach. Ujemne saldo jest typowe raczej dla gospodarek otwartych, w fazie rozwoju, takich jak Polska.

Zjawiskiem dopełniającym obraz nierównowagi na rachunku bieżącym USA są niskie oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych (a tym samym wysoka konsumpcja) i silny wzrost cen nieruchomości<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> K. Rybiński, *Globalne nierównowagi*, „*Ekonomista*” 2006, nr 4, s. 476–477.





Wyk. 1. Saldo rachunku bieżącego USA w mld USD i w procentach PKB w latach 1998–2005

Źródło: Bureau of Economic Analysis.

Naturalnym odzwierciedleniem nierównowagi amerykańskiego rachunku bieżącego jest narastający poziom rezerw walutowych w krajach Azji i państwach eksportujących ropę naftową (tab. 1). Powstają one wskutek permanentnych nadwyżek handlowych w wymianie z USA i krajami europejskimi. Od 2000 roku największy bezwzględny przyrost odnotowały Chiny, Japonia i Tajwan (o 160 mld USD).

Tab. 1. Stan rezerw walutowych w wybranych krajach w 2000 i 2006 roku (w mld USD)

Kraje	Grudzień 2000	Kwiecień 2006	Przyrost	
			Mld USD	W procentach
Rynki wschodzące ogółem	973	2679	1706	+175
Eksporterzy ropy*	110	443	333	+302
Chiny	166	875	709	+427
Kraje Azji**	529	1060	531	+100
Japonia	347	875	528	+152

\* Indie, Indonezja, Korea, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajwan, Tajlandia.

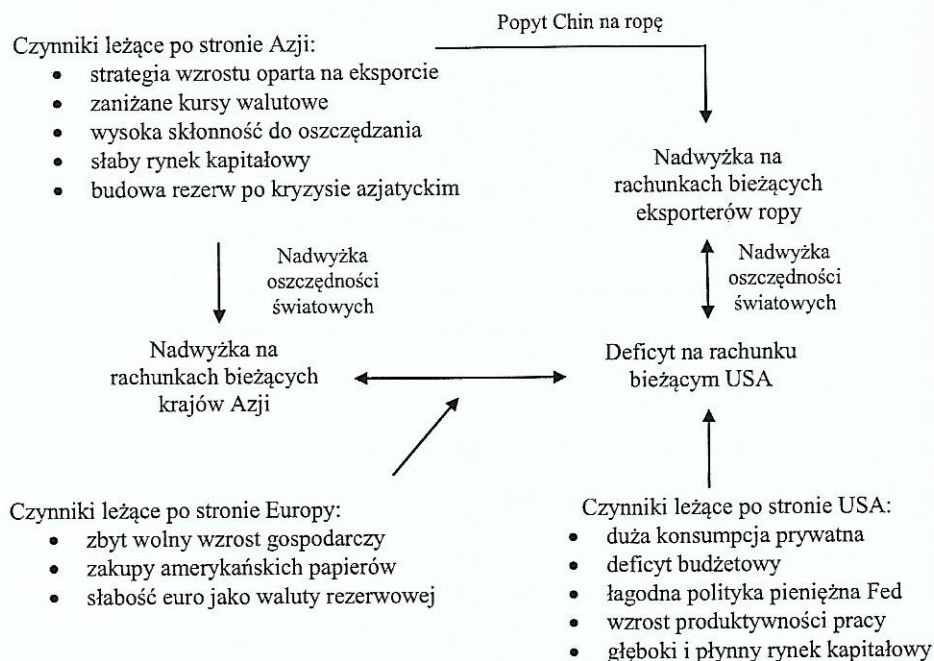
\*\* Algieria, Egipt, Meksyk, Nigeria, Oman, Katar, Rosja, Wenezuela.

Źródło: Bank for International Settlements, *Annual Report*, Basel 2006, s. 55; Ministry of Finance Japan.

W środowisku naukowym toczy się intrygująca debata na temat przyczyn narastającej nierównowagi i jej możliwych konsekwencji dla gospodarki światowej. Nie ma tu zgody, czego wyrazem jest wiele hipotez tłumaczących taki stan rzeczy. Hipotezy te można podzielić na takie, które koncentrują się na gospodarce amerykańskiej, i takie, które źródła problemów upatrują poza Stanami Zjednoczonymi. Pierwszej

grupa koncepcji szuka wyjaśnień wśród problemów fiskalnych rządu federalnego, polityce pieniężnej Zarządu Rezerwy Federalnej, wysokiej skłonności Amerykanów do konsumpcji oraz zmian technologicznych i wzrostu produktywności w amerykańskiej gospodarce. Druga grupa przypuszczeń koncentruje się na nadmiarze światowych oszczędności oraz polityce kursowej i handlowej krajów azjatyckich.

Poniższy schemat, ilustrujący mechanizm powstawania globalnych nierównowag, stanowi swoistą kanwę dla rozważań prowadzonych w dalszej części artykułu.



Schem. 1. Mechanizm powstawania globalnych nierównowag

Źródło: opracowanie własne.

W opracowaniu postawiono tezę, że żadna z formułowanych teorii nie jest w stanie samodzielnie w pełni wyjaśnić globalnych nierównowag, w związku z czym, najlepszym podejściem badawczym jest kompleksowe rozpatrywanie problemu i poszukiwanie w koncepcjach teoretycznych uzupełniających się elementów.



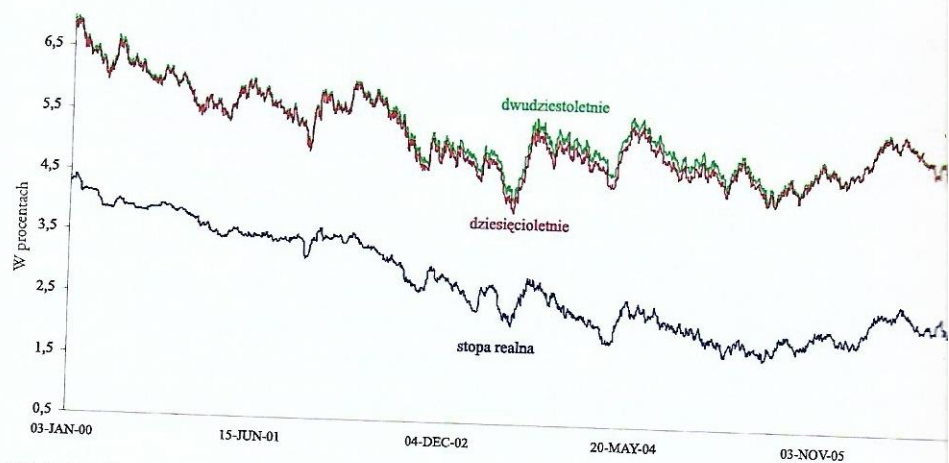
## 2. HIPOTEZA BLIŹNIACZEGO DEFICYTU I NADMIAR GLOBALNYCH OSZCZĘDNOŚCI

Teoria bliźniaczego deficytu (*twin deficits*) głosi, że za nierównowagę swojego rachunku bieżącego odpowiadają same Stany Zjednoczone, poprzez utrzymywanie niezrównoważonych finansów publicznych. Nadwyżka budżetowa, wynosząca około 1,6% amerykańskiego PKB, którą udało się wypracować pod koniec kadencji prezydenta W.J. Clintona, szybko uległa zamianie na deficyt. Zwiększone potrzeby pożyczkowe związane były z jednej strony z ogromnymi wydatkami na wojnę w Iraku, a z drugiej – z cięciami podatków dokonanym przez administrację G.W. Busha, które ograniczyły przychody budżetu.

Popyt inwestycyjny sektora publicznego i prywatnego w USA nie może być zaspokojony krajowymi oszczędnościami, gdyż są one zbyt niskie. Stopa oszczędności w USA wynosiła w 1985 roku 18% PKB, w 1995 roku 16%, a w 2005 tylko 12,9% PKB. Liczby te stanowią odzwierciedlenie ogólnych preferencji podmiotów amerykańskich i stanowią argument dla hipotez, że nierównowaga ma podłoże krajowe, a nie jest wywołana czynnikami globalnymi. W związku z niedoborem zasobów krajowych, sięga się po oszczędności zagraniczne. Kluczową rolę odgrywa tutaj poziom stopy procentowej. Wraz ze wzrostem realnej stopy procentowej, która stanowi koszt pożyczki, amerykański popyt na oszczędności zagraniczne maleje. Z drugiej strony reszta świata jest chętna pożyczać Ameryce tym więcej, im stopa procentowa wyższa<sup>2</sup>. Wyznaczony tym sposobem (przez popyt i podaż) poziom amerykańskich stóp procentowych miałby – wedle hipotezy bliźniaczego deficytu – determinować saldo na rachunku bieżącym USA.

Z teorii ekonomii i licznych obserwacji wynika, że sukcesywne powiększanie wydatków budżetowych jest czynnikiem wywołującym tzw. efekt wypierania (*crowding out*). Ekspansja fiskalna podnosi stopy procentowe i wypiera z rynku wydatki prywatne. Wzrost stopy procentowej powoduje dodatkowo umocnienie krajowej waluty. Dzieje się tak z uwagi na fakt, że inwestorzy zagraniczni, chcąc nabyć atrakcyjnie oprocentowane aktywa, muszą wprzód zakupić walutę krajową. Z kolei umocnienie krajowej waluty powoduje wzrost importu, zmniejsza konkurencyjność eksportu i w efekcie powiększa ujemne saldo bilansu handlowego. Amerykański deficyt budżetowy powinien zatem – w myśl teorii – podbijać amerykańskie stopy procentowe i umocnić dolara, tymczasem w odniesieniu do omawianej sytuacji w USA brak wyraźnych efektów wypierania. Oprocentowanie długoletnich obligacji skarbowych rządu federalnego, które są najczęściej stosowaną miarą referencyjną, nie tylko nie rosło, a wręcz spadało, i to od lat 80. Wykres 2 prezentuje utrzymanie tej tendencji od 2000 roku.

<sup>2</sup> M. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber, *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, „NBER Working Paper” 2005, No. 11520.



Wyk. 2. Oprocentowanie amerykańskich obligacji skarbowych w latach 2000–2007 (notowania dzienne)

Źródło: dane Fed.

Zastanawiające jest, że przy tak niskich realnych stopach procentowych (nominalnych oczyszczonych o inflację) amerykańskie papiery znajdowały wciąż nabywców. Przyczyn tego zjawiska może być wiele. Amerykański rynek kapitałowy jest największy i najbardziej płynny, a wedle danych MFW, oprocentowanie papierów amerykańskich nie odbiegało istotnie od innych konkurencyjnych form lokowania kapitału. Napływ kapitału zagranicznego do gospodarki amerykańskiej był zatem jednym z czynników – obok słabej presji inflacyjnej i dużej wiarygodności Fed – utrzymujących stosunkowo niskie stopy procentowe.

Hipoteza bliźniaczego deficytu nie wyjaśnia narastania nierównowagi zewnętrznej USA w dobrych latach amerykańskiego budżetu – okresu 1996–2000. Podobne wątpliwości rodzą się, gdy zastosuje się ją do wyjaśniania sytuacji innych krajów z problemami budżetowymi i jednoczesnymi dodatnimi saldami rachunku obrotów bieżących. Japonia i Niemcy – czołowi światowi eksporterzy, notujący rekordowe nadwyżki handlowe, borykają się zarazem z permanentnym deficytem budżetowym<sup>3</sup>.

Problem ujemnego salda rachunku bieżącego USA wygodnie jest rozpatrywać z dwóch perspektyw. Pierwsza z nich wiąże deficyt na rachunku bieżącym z charakterem wymiany handlowej USA, druga koncentruje się na światowych oszczędnościach, inwestycjach i międzynarodowych przepływach kapitału<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Należy nadmienić, że po 1990 roku rząd Niemiec utrzymywał spory deficyt, związany z kosztami zjednoczenia, a Bundesbank, chcąc hamować inflację, podniósł stopy procentowe. Saldo rachunku bieżącego Niemiec znacznie się pogorszyło, co po części potwierdza hipotezę bliźniaczego deficytu.

<sup>4</sup> B. Bernanke, *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit, The Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 2005.



Analiza nierównowagi rachunku bieżącego w naturalny sposób związana jest z wymianą handlową USA. Od szeregu lat import dóbr i usług znacznie przewyższa eksport tego kraju. Odzwierciedleniem tego stanu jest fakt, że amerykańscy rezydenci realizują odpowiednio większe płatności wobec reszty świata niż świat względem podmiotów amerykańskich. Jako że wpływy z eksportu nie starczą na finansowanie importu i innych płatności, niedobór musi być sfinansowany przez pożyczki zaciągane przez gospodarkę jako całość na międzynarodowym rynku kapitałowym. Wydaje się, że upatrywanie bezpośredniej przyczyny nierównowagi w strumieniach handlu, cechach amerykańskich towarów, polityce handlowej i nieuczciwym postępowaniu innych krajów jest nieuzasadnione i daje jednostronny obraz.

Pomocne jest spojrzenie na problem nierównowagi od drugiej strony amerykańskiego deficytu, a mianowicie od strony gospodarki światowej. Stany Zjednoczone, będąc gospodarką otwartą, mogą w pełni wyzyskiwać korzyści, jakie daje wymiana międzyokresowa. Pozwala ona krajowi na zaciąganie pożyczek z zagranicy i przezwyższenie ograniczeń wydatkowych, określonych przez poziom krajowego produktu. Dzięki obfitości napływającego kapitału Stany Zjednoczone mogą łatwo osiągać wysoki poziom konsumpcji i utrzymywać deficyt budżetowy. Teoria wymiany międzyokresowej głosi jednak, że równowaga nie może trwać w nieskończoność, a pożyczanie ma sens, jeśli uzyskane środki są sensownie inwestowane, gdyż kiedyś zobowiązania muszą zostać uregulowane. Część autorów podkreśla, że import kapitału do USA nie jest spożytkowywany w sposób zwiększający przyszłe możliwości obsługi zadłużenia, lecz przeznaczany na cele konsumpcyjne – deficyt budżetowy i boom na rynku nieruchomości. Przyszłymi konsekwencjami dzisiejszego deficytu rachunku bieżącego USA będzie rosnąca obsługa zagranicznych zobowiązań, która przyjmie postać odpływu kapitału z tego kraju. Amerykanie zmuszeni będą do podniesienia stopy oszczędności, co jednocześnie oznacza obniżenie wydatków konsumpcyjnych i/lub inwestycyjnych, co w efekcie pociągnie za sobą recesję.

Powyższe punkty widzenia wynikają oczywiście z tożsamości rachunków narodowych i stanowią niejako dwie strony tego samego medalu, ale ich oddzielne rozpatrywanie pozwala na odwracanie zależności przyczynowo-skutkowych, lokując źródła nierównowagi w samych Stanach bądź poza ich granicami.

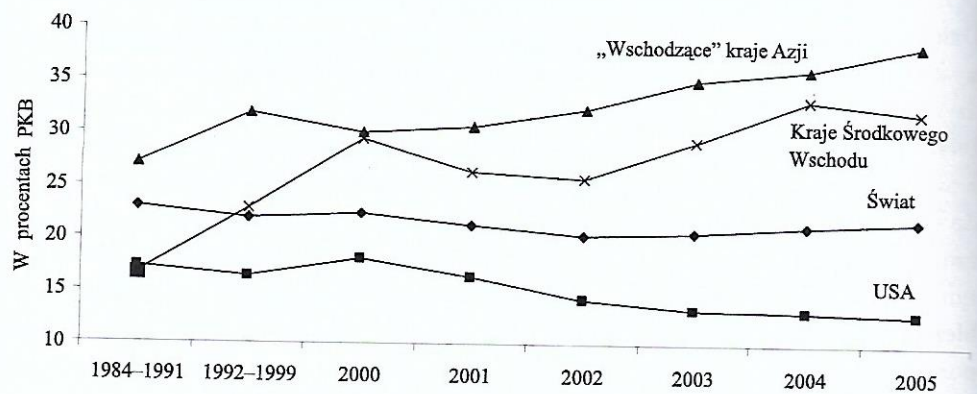
Zwolennikiem poglądu, że wyjaśnień zjawisk nierównowagi szukać należy w czynnikach globalnych, leżących poza bezpośrednim wpływem Ameryki jest B. Bernanke, prezes Zarządu Rezerwy Federalnej. Jego zdaniem podstawę istniejącego braku równowagi tworzy nadmierna wielkość oszczędności w skali światowej (*saving glut*), które najwygodniej jest ulokować właśnie w aktywach amerykańskich, co daje temu krajowi łatwość finansowania ujemnego salda na rachunku bieżącym<sup>5</sup>. Zauważmy, że hipoteza B. Bernanke o nadwyżce oszczędności odsuwa w pewnym sensie odpowiedzialność za istniejącą sytuację od decydentów amerykańskich i składa ją na barki

<sup>5</sup> Ibidem.



obiektywnych tendencji. Z racji pełnionego przez tego ekonomistę stanowiska, jest to po części zrozumiałe.

Nadmierne oszczędności zgromadzone zostały w wyniku splotu kilku zjawisk. Jedną z przyczyn ich narastania są trendy demograficzne. Widoczne w skali makroekonomicznej zmiany poziomu oszczędności i zmiany salda obrotów bieżących wynikają ze starzenia się społeczeństw krajów rozwiniętych. Ludzie, zgodnie ze znaną tendencją do wygładzania konsumpcji w trakcie życia, w czasie aktywności zawodowej muszą akumulować oszczędności, potrzebne na emeryturę. Za wzrost oszczędności w skali globalnej nie odpowiadają jednak tylko kraje uprzemysłowione, gdyż w niektórych z nich, jak choćby w Japonii, oszczędności gospodarstw domowych zmalały. Oszczędności światowe wyrażone odsetkiem globalnego PKB, nie zmieniły się znacznie, ale od lat 80. wyraźnie zmieniła się ich struktura. W pewnych regionach świata, głównie w azjatyckich krajach rozwijających się i państwach Środkowego Wschodu, wzrosła makroekonomiczna stopa oszczędności.



Wyk. 3. Stopa oszczędności na świecie i wybranych krajach jako procent PKB

Źródło: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington September 2006, s. 259-261.

Z punktu widzenia amerykańskiego deficytu interesujące są przyczyny powstania nadwyżek oszczędności w innych krajach świata. Jedną z nich jest wzrost cen ropy naftowej, który zwiększa zyski krajów eksportujących ten surowiec. Wedle obliczeń Energy Information Administration, w 2005 roku kraje OPEC osiągnęły przychody netto ze sprzedaży ropy o wartości 473 mld USD (tab. 2). Było to o 43% więcej niż w 2004 roku. Jeszcze w 1998 roku przychody netto wynosiły zaledwie 121 mld USD, gdyż w grudniu tego roku baryłka ropy kosztowała tylko 10 dolarów. Szybki wzrost światowych cen surowca w dużej mierze kształtuje popyt Chin, związany z szybkim wzrostem gospodarczym tego kraju i wysoką energochłonnością przemysłu.

Zwiększone przychody krajów produkujących ropę, nie tylko w ramach OPEC, wykorzystywane są w odmienny sposób w zależności od stanu ich gospodarek, stop-



nia rozwoju i liczby mieszkańców. Część wykorzystuje zwiększone wpływy na wydatki konsumpcyjne, inne – bogatsze – tworzą rezerwy kapitałowe. Pomimo posiadania obfitych złóż, USA już dawno stały się importerem tego surowca, ropa odpowiedzialna jest za około 30% deficytu w obrocie towarami Stanów Zjednoczonych.

Nadwyżki osiągnane przez eksporterów ropy są inwestowane w różnego rodzaju aktywa. O ile jednak kapitały chińskie lokowane są bezpośrednio w papiery dłużne rządu USA, i to za pośrednictwem amerykańskich brokerów, to śledzenie przepływów petrodolarów jest znacznie trudniejsze. Środkami zarządzają fundusze, często prywatne, a transakcje dokonują pośrednicy. Część krajów arabskich bezpośrednio wiąże swe waluty ze słabym dolarem, co przekłada się na ich stosunkowo słaby popyt na import<sup>6</sup>. Gdyby eksporterzy ropy mieli większą skłonność do importu, a ich rządy do wydatków, pomogliby rozładować globalną nierównowagę (np. poprzez zakupy amerykańskich dóbr).

Tab. 2. Wpływy netto z tytułu eksportu ropy naftowej wybranych krajów

Kraj	Zmiana 2005/2004	2005	2006*	2007*
Algieria	52%	36,0	41,6	41,1
Iran	45%	46,6	50,1	46,5
Nigeria	40%	45,1	52,7	51,1
Arabia Saudyjska	49%	153,3	162,0	150,2
ZEA	44%	45,6	53,0	52,2
Wenezuela	32%	37,7	39,4	37,2
OPEC	43%	473,1	521,9	495,2
Rosja	44%	122,0	137,0	Brak danych

\* Prognoza.

Źródło: Energy Information Administration, <http://www.eia.doe.gov> (26 lutego 2007).

Kolejną przyczyną powstawania dużych oszczędności w skali światowej są znaczne zyski przedsiębiorstw. Według opracowania MFW sektor przedsiębiorstw w krajach rozwiniętych cechuje wyjątkowo dobra kondycja. W latach 80. był on jeszcze kredytobiorcą względem innych sektorów gospodarki, by z czasem stać się „pożyczkodawcą netto”. Rekordowa nadwyżka niepodzielonych zysków nad wydatkami inwestycyjnymi przedsiębiorstw grupy G-7 osiągnęła w 2004 roku 2,5% PKB tego

<sup>6</sup> *Global Imbalances, Petrodollar Power*, „The Economist” 2006.



ugrupowania. Oszczędności korporacji pozwoliły częściowo zrekompensować spadek oszczędności gospodarstw domowych i zwiększone potrzeby pożyczkowe sektora publicznego<sup>7</sup>. Między innymi dlatego możliwe było utrzymywanie niskich stóp procentowych przez Rezerwę Federalną i inne banki centralne krajów rozwiniętych.

Jak już wspomniano, emisje obligacji amerykańskich są nabywane przede wszystkim przez kraje azjatyckie, w tym Chiny, oraz eksporterów ropy naftowej. Chiny cechuje niespotykana jak na kraje rozwijające się stopa oszczędności, sięgająca połowy PKB. Oszczędności Chin przekraczają i tak już wysoką stopę inwestycji. Pozostająca nadwyżka oszczędności zostaje ulokowana na międzynarodowym rynku kapitału.

Tab. 3. Najwięksi światowi eksporterzy i importerzy kapitału

Najwięksi eksporterzy	W procentach	Najwięksi eksporterzy	W procentach	Najwięksi importerzy	W procentach
1	2	3	4	5	6
Inne kraje	22,3	Norwegia	4,3	USA	65,4
Japonia	14,4	Holandia	3,5	Inne kraje	15,0
Chiny	13,9	Singapur	2,9	Włochy	2,4
Niemcy	10,0	Kuwejt	2,8	Francja	2,8
Arabia Saudyjska	7,9	Kanada	2,3	Australia	3,5
Rosja	7,2	Wenezuela	2,2	W. Brytania	4,0
Szwajcaria	4,4	Algieria	1,9	Hiszpania	6,5

Źródło: International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, Washington September 2006.

Standardowej teorii ekonomii trudno wyjaśnić, dlaczego kraje rozwijające się stały się od pewnego czasu pożyczkodawcami krajów rozwiniętych (tab. 3). Biorąc pod uwagę ograniczenia w przepływie siły roboczej, kraje rozwinięte, dysponując większymi zasobami kapitału, powinny inwestować w krajach uboższych, które – mając korzystniejszą relację kapitału do pracy – dawałyby większą stopę zwrotu z inwestycji. Na tym założeniu opiera się znana hipoteza konwergencji, dająca krajom słabiej rozwiniętym szansę na dogonienie krajów bogatszych. Jednak według badań ekonomistów MFW, stopa zwrotu z inwestycji w krajach rozwijających się nie jest wcale tak atrakcyjna, jak można by tego oczekiwać. Wewnętrzna stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału w okresie 1994–2003 na „rynkach wschodzących” Azji wynosiła -4,6%, podczas gdy w USA 8,6%<sup>8</sup>. Wydaje się, że prężna amerykańska gospodarka jest

<sup>7</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Awash with Cash: Why Are Corporate Savings So High?*, Washington, April 2006, s. 136.

<sup>8</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Global Imbalances: A Saving And An Investment Perspective*, Washington 2006, s. 101.



najbardziej zaawansowana we wdrażaniu nowoczesnych rozwiązań i najwięcej korzysta na procesie globalizacji. Inne kraje nie osiągnęły takiego poziomu innowacyjności i kapitał tam zainwestowany jest – pomimo lepszej pozornie relacji do innych czynników produkcji – mniej produktywny. Zauważmy, że część eksporterów kapitału to kraje żyjące z ropy naftowej, które nie posiadają ani rozwiniętego przemysłu, ani dojrzałego rynku kapitałowego, który mógłby pochłaniać krajowe nadwyżki środków.

### 3. POLITYKA PIENIĘŻNA ZARZĄDU REZERWY FEDERALNEJ I WZROST WYDAJNOŚCI PRACY W USA

Dla dopełnienia obrazu warto poświęcić więcej uwagi polityce pieniężnej Fed, która przez część obserwatorów jest uznawana za współodpowiedzialną za wysoką absorpcję krajową w stosunku do wytworzonego produktu i rosnący deficyt rachunku bieżącego. Łagodna polityka pieniężna Fed prowadzona w końcu lat 90. miała za zadanie zahamowanie zjawisk recesyjnych po załamaniu hossy na rynku przedsiębiorstw wysokich technologii i mediów. Kilkanaście obniżek stóp procentowych w okresie 2001–2003 doprowadziło do najniższych nominalnych stóp od kilkudziesięciu lat. Przyczyniło się to do wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych, a w konsekwencji do napędzania importu. Zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło z 2,7 bln USD w 1987 roku do około 11 bln USD w 2005 roku. Niskie stopy procentowe zniechęcały Amerykanów do oszczędzania i doprowadziły do wzrostu cen na rynku nieruchomości, przyjmujących formy spekulacyjnych bąbli, oraz do wysokiego poziomu cen akcji na giełdzie.

Długoletnia hossa giełdowa skutkuje pojawieniem się w społeczeństwie amerykańskim znanego z teorii ekonomii efektu bogactwa. Głosi on, że konsumpcja gospodarstw domowych rośnie wraz z wartością posiadanego przez nie majątku. W połączeniu z utrzymującym się deficytem budżetowym, konsekwencją wysokiej konsumpcji prywatnej był spadek narodowej stopy oszczędności.

Ekonomistów intryguje, dlaczego utrzymywanie przez Fed nominalnych stóp procentowych poniżej poziomu inflacji (a więc ujemnych stóp realnych) przy stosunkowo szybkim wzroście gospodarczym nie spowodowało wzrostu przeciętnego poziomu cen w USA i na świecie. Paradoks ten tłumaczy się między innymi szybkim wzrostem wydajności pracy, który kompensował wzrost płac. Źródłem poprawy wydajności pracy w USA było wiele: zmiany technologiczne, możliwości współczesnej techniki komunikacyjnej, szybki transfer nowoczesnych i wydajnych rozwiązań, ale przede wszystkim inwestycje w kapitał ludzki, które przełożyły się na nową jakość w gospodarce. W myśl teorii, szybki wzrost produktywności w gospodarce skutkuje innym rezultatem – kluczowym z punktu prowadzonych rozważań – a mianowicie pogorszeniem salda obrotów bieżących. Efekt ten jest jednak przejściowy<sup>9</sup>.

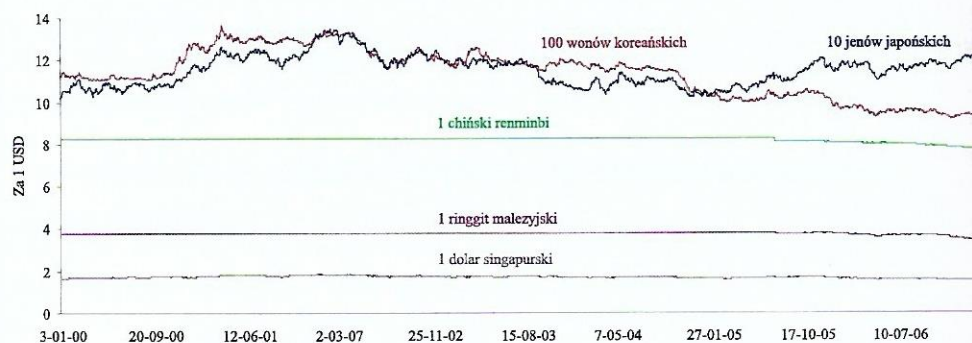
<sup>9</sup> M. Rubaszek, *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt”, lipiec 2006.



Kolejną przyczyną niskiej inflacji w USA i grupie krajów rozwiniętych jest włączenie się do światowej wymiany Chin i Indii, dysponujących ponad miliardem tanich pracowników. Dzięki ich konkurencji presja płacowa w krajach rozwiniętych została osłabiona. Apologeci polityki Rezerwy Federalnej i jej długoletniego prezesa A. Greenspana podkreślają, że wspomniane zjawiska zostały przez decydentów trafnie zidentyfikowane i polityka niskich stóp okazała się ogólnie słuszna. Wydaje się, że łagodna polityka monetarna na pewno przyczyniła się do bezprecedensowego okresu prosperity, ale i wspomogła narastanie omawianych problemów.

#### 4. POLITYKA KURSOWA INNYCH KRAJÓW I BRETTON WOODS II

M. Friedman w swej klasycznej książce *Wolny wybór* bagatelizuje kwestię nierównowagi w wymianie handlowej. Jego zdaniem fakt, że inne kraje w zamian za atrakcyjne dobra akceptują dolary, którymi płacą Amerykanie, nie powinien prowadzić do niepokoju tak długo, dopóki cena dolara wyrażona w jenach czy innej walucie będzie określana na wolnym rynku<sup>10</sup>. Problem polega na tym, że istniejący światowy system kursów walutowych jest swoistą mieszanką różnych reżimów. O ile relacja euro i dolara kształtowana jest w systemie *floatingu*, to kurs renminbi, ringgita i innych walut względem dolara jest w mniejszym lub większym stopniu usztywniony (wyk. 4).



Wyk. 4. Kursy wybranych walut azjatyckich względem dolara w okresie 3 stycznia 2000–27 lutego 2007

Źródło: dane Fed.

Wielu obserwatorów właśnie w polityce kursowej prowadzonej przez Chiny i kraje eksportujące ropę upatruje przyczyn nierównowagi rachunku bieżącego Stanów Zjednoczonych. Z perspektywy bilansów płatniczych, w Azji i Chinach panuje w pewnym sensie lustrzane odbicie Ameryki.

<sup>10</sup> M. Friedman, R. Friedman, *Wolny wybór*, Aspekt, Sosnowiec 2006, s. 41.



Polityka kursu walutowego krajów Azji wpisuje się w szerszą strategię wzrostu gospodarczego, opierającą się na promowaniu eksportu. Najlepiej ilustruje ją działanie Chin. Kraj ten, dysponując ogromnym rezerwuarem siły roboczej, specjalizuje się w wytwarzaniu dóbr pracochłonnych. Robotnicy chińscy są w stanie wytwarzać po niespotykanych nigdzie indziej kosztach i Chiny skutecznie konkurują na rynkach światowych z ofertą innych krajów. Neomerkantylistyczną taktykę wspiera utrzymanie kursu renminbi na stałym, zaniżonym poziomie względem amerykańskiego dolara, co poprawia konkurencyjność towarów z Państwa Środka. Wysokie rezerwy Chin są rezultatem działań banku centralnego, który skupuje dolary z wygenerowanej nadwyżki handlowej i strumienia bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Chiny konsekwentnie utrzymują stały kurs swej waluty i tylko sporadycznie, pod naciskiem międzynarodowym, dokonują jej symbolicznej rewaluacji.

Postępowanie Chin ma pewne uzasadnienie, gdyż koncentracja na pracochłonnej produkcji pozwala absorbować nadwyżki siły roboczej migrującej ze wsi do miast. Z drugiej jednak strony polityka rządu Państwa Środka potęguje dysproporcje dochodowe między miastem a wsią i pogłębia dualizm chińskiej gospodarki. Chiński rynek pracy nie jest krępowany ograniczeniami znanymi w krajach rozwiniętych – składkami na ubezpieczenia społeczne, służbę zdrowia, kosztami ochrony praw własności i ochrony środowiska. Dostosowania poziomu płac w tym kraju mogą zająć długie lata, zwłaszcza że rząd nie wykazuje chęci zmiany tego stanu rzeczy.

Motywy gromadzenia rezerw przez inne kraje Azji są przykre doświadczenia kryzysu azjatyckiego. Aktywa zagraniczne gromadzone przez banki centralne szybko topniały w czasie interwencji mających na celu obronę kursów walutowych. Wyższy poziom rezerw daje poczucie bezpieczeństwa i odsuwa zagrożenie spekulacjami. Jednym z argumentów dla gromadzenia przez kraje arabskie rezerw i utrzymywania stabilnych kursów walutowych są plany zawiązania unii walutowej w 2010 roku<sup>11</sup>.

Część autorów dopatruje się analogii w obecnym układzie łączącym kraje Azji i Bliskiego Wschodu do systemu z Bretton Woods, który stabilizował kursy w powojennym świecie i pozwolił Europie Zachodniej podźwignąć gospodarkę się po zniszczeniach. W środowisku naukowym dużym echem odbiły się prace M.D. Dooleya, D. Folkers-Landaua i P. Garbera<sup>12</sup>. Autorzy do krajów peryferyjnych, określonych mianem regionu handlowego, zaliczają państwa Azji i eksporterów ropy, a centrum, podobnie jak i w starym systemie z Bretton Woods tworzą Stany Zjednoczone. Pozostałe kraje rozwinięte, których waluty nie są w żaden sposób powiązane z dolarem,

<sup>11</sup> Unię walutową planują zawiązać kraje należące do The Cooperation Council for the Arab States of the Gulf: Arabia Saudyjska, ZEA, Kuwejt, Bahrajn, Oman i Katar. Deklaracja ta jest zawarta w dokumentach o ekonomicznej współpracy tego ugrupowania. Państwa te odpowiadają za przeważającą część nadwyżki eksportowej krajów arabskich.

<sup>12</sup> M.D. Dooley, D. Folkers-Landau, P. Garber, *An Essay on the Revised Bretton Woods System*, „NBER Working Paper” 2004, No. 9971 oraz tychże autorów *The Revised Bretton Woods System – the Effects of Monetary Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*, „NBER Working Paper” 2004, No. 10332.



nazwane zostały mianem regionu kapitałowego. Motorem wzrostu krajów peryferyjnych jest eksport, wspomagany zaniżonymi kursami walut utrzymywanymi dzięki interwencyjnym zakupom dolara. Zgromadzone nadwyżki lokowane są w obligacjach rządu federalnego i inne papiery denominowane w dolarach. Strategia ta jest opłacalna, gdyż straty z tytułu gromadzenia amerykańskiego długu są z nadwyżką rekompensowane przez korzyści ze wzrostu gospodarczego. Obopólne korzyści – mimo wszelkich różnic politycznych i ekonomicznych dzielących oba bloki – mogą utrzymać *status quo* przez długi okres. Gdyby inwestorzy z regionu kapitałowego chcieli ograniczyć swe lokaty w aktywa dolarowych i skierowali swój kapitał na rynki europejskie, umocniłoby się euro, hamując i tak już powolny wzrost w Europie.

## 5. MOŻLIWE KONSEKWENCJE NIERÓWNOWAGI I SCENARIUSZE JEJ ZŁAGODZENIA

Zakładając, iż piętrzenie nierównowagi w nieskończoność jest niemożliwe, za możliwe przyjąć można dwie drogi jej rozładowania: gwałtowne załamanie, za czym przemawia fakt, że kryzysy są na ogół niespodziewane, lub powolne dochodzenie do balansu międzynarodowego.

Nierównowaga amerykańskiego bilansu płatniczego może się utrzymywać tak długo, jak reszta świata jest skłonna kupować aktywa tego kraju. Jednak jeśli chęć ich nabywania miałaby się z jakichś powodów zmniejszyć, dopływ zagranicznego kapitału do USA i wartość dolara może szybko się załamać. Gdyby scenariusz tak zwanego twardego lądowania miał się ziścić, dostosowanie kursu dolara przyjęłoby formę bardzo gwałtownego spadku względem innych walut. Zarząd Rezerwy Federalnej mógłby zostać zmuszony do podniesienia stóp procentowych oraz interwencji walutowych w celu podtrzymania wartości dolara. Delikatny przedsmak tego zaobserwować można było w 2004 roku, kiedy dolar w ciągu paru miesięcy stracił względem euro aż jedną trzecią swej wartości. Zdecydowany ciąg podwyżek stóp procentowych przeprowadzony przez Rezerwę Federalną od czerwca 2004 roku ustabilizował kurs waluty amerykańskiej, ale na niższym już poziomie.

Wzrost ceny pieniądza w USA oznaczałby olbrzymie problemy dla konsumentów obciążonych kredytami na rynku nieruchomości. Wiele gospodarstw domowych stanęłoby na skraju bankructwa. Niewątpliwa byłaby też ostra reakcja amerykańskiej giełdy papierów wartościowych. Trudną sytuację pogłębiłyby rosnące ceny importowanych dóbr, wywołane załamaniem kursu dolara. Jak dotąd, kraje eksportujące ropę naftową kalkulują cenę tego surowca bezpośrednio w dolarach, a spadek jego kursu jest przenoszony na relację dolar-euro. Gdyby zaufanie krajów arabskich wobec dolara spadło i dolarowe ceny ropy dla paliwożernych amerykańskich samochodów miały poszybować w górę, byłby to dodatkowy element umacniający zjawiska recesyjne. Osłabienie dolara i wzrost cen importu działałoby ponadto proinflacyjne. Reasumując – nieuniknione znaczne pogorszenie jakości życia amerykańskich



konsumentów dotknęłoby przede wszystkim rodzin słabiej uposażonych. W USA spora część pracującego społeczeństwa osiąga niskie dochody. Kategoria ta, określana mianem *working poor*, korzysta z taniego chińskiego importu i zaopatruje się w wielkich sieciach, jak Wal Mart. „Gdyby Wal Mart był osobną gospodarką, zajęłby ósme miejsce pod względem obrotów handlowych z Chinami, wyprzedzając Rosję, Australię i Kanadę”<sup>13</sup>. Rodziny lepiej uposażone poniosłyby z kolei straty kapitałowe wskutek załamania giełdy.

Kraje dotknięte umocnieniem swych walut mogłyby, próbując obrony swej konkurencyjności, zastosować szereg narzędzi z arsenału polityki protekcyjnej<sup>14</sup>. Biorąc pod uwagę, jak długo trwało usprawnienie światowej wymiany w ramach rokowań GATT i WTO, byłby to znaczny regres. Dla porównania – w czasie wielkiego kryzysu między 1929 a 1933 rokiem wolumen światowego handlu spadł o dwie trzecie, a kraje, prowadząc politykę zubożania sąsiada, szkodziły sobie wzajemnie i traciły korzyści, jakie daje wymiana.

Uwzględniając wysoki stopień powiązania rynków i fakt, iż USA są największym na świecie importerem, tak rozległe problemy amerykańskiej gospodarki, nakreślone powyżej, musiałyby się przenieść poza jej granice i światowa recesja byłaby nieunikniona. Zważywszy, że dla gospodarki amerykańskiej wymiana ma stosunkowo mniejsze znaczenie niż dla innych państw, możliwe perturbacje wynikłe z dostosowania kursów mogą być silniej odczuwane w innych krajach<sup>15</sup>.

Jak dotąd amerykańskie papiery skarbowe, po uwzględnieniu ryzyka, oferują rentowność zadowalającą inwestorów. Ponadto, zgodnie z poglądem B. Bernanke o nadpodaży światowych oszczędności, inwestorzy nie mają zbyt wielu alternatywnych form inwestowania swego kapitału. Euro nie przejęło – jak dotąd – roli światowej waluty rezerwowej i większość światowych rezerw nadal trzymana jest w dolarach. Z tej perspektywy amerykański deficyt handlowy odgrywa dobroczynną rolę w skali światowej i jest nie do uniknięcia. Amerykę nazywa się wręcz, parafrazując rolę banku centralnego, konsumentem ostatniej instancji. Oczywiście nie wszyscy ekonomiści tak optymistycznie interpretują tę symbiozę. Istnienie obopólnych korzyści jest, jak wspomniano, elementem podtrzymującym nierównowagę. Pożyczkodawcy lokują swe środki w płynne aktywa, dające akceptowalne odsetki, zaś pożyczkobiorcy dysponują większym zasobem kapitału od tego, który mogłyby wygenerować oszczędności krajowe. W tym sensie nierównowaga jest stabilna, gdyż nie ma prostej drogi wyjścia – Azja pozostaje niejako zakładnikiem swoich rezerw dewizowych – załamanie dolara gwałtownie zmniejszyłoby stan azjatyckich aktywów.

<sup>13</sup> T.L. Friedman, *Świat jest płaski*, Rebis, Poznań 2006, s. 175.

<sup>14</sup> K. Lutkowski, *Problem międzynarodowej zdolności płatniczej*, „Ekonomista” 2006, nr 4, s. 431–432.

<sup>15</sup> Pomimo że USA są największym importerem i trzecim co do wielkości eksporterem na świecie, to wartość wymiany w odniesieniu do amerykańskiego PKB wynosi około 17%. Dla porównania w Polsce wskaźnik ten wynosi około 60%.



Próba zmiany struktury trzymanyh rezerw przez któreś z państw mogłoby zachwiać zaufaniem wobec dolara i stać się czynnikiem uruchamiającym falę paniki, jak na giełdzie. Niektórzy autorzy są zdania, że scenariusz gwałtownej korekty może mieć miejsce w sytuacji zwyczajnej odmowy dalszego powiększania rezerw dolarowych przez np. Chiny<sup>16</sup>. Kraje azjatyckie poniosłyby znaczne koszty w związku z ewentualną aprecjacją (rewaluacją) ich walut. Zakładając, że waluta chińska zostałaby rewaluowana o 30%, dolarowa wartość chińskich rezerw spadłaby o ponad 260 mld USD (dane z tab. 1). Co ciekawe, USA pomimo wszelkich, wspomnianych powyżej strat, wywołanych dostosowaniami kursów, odniosłyby z ich tytułu również wymierne korzyści. Pamiętać bowiem należy, że USA pożycza środki na rynku międzynarodowym bezpośrednio w dolarach, a większość zagranicznych aktywów tego kraju wyrażona jest w innych walutach, głównie europejskich<sup>17</sup>. Osłabienie dolara byłoby zatem źródłem podwójnych zysków kapitałowych. Na tym polega przywilej bycia emitentem waluty światowej.

Scenariusze stopniowego wyjścia z nierównowagi bilansu obrotów bieżących USA, analizowane w literaturze, przyjmują, że musiałoby wystąpić kilka zjawisk, najlepiej jednocześnie:

- spadek popytu wewnętrznego w USA,
- wzrost popytu wewnętrznego w innych regionach,
- realne osłabienie waluty amerykańskiej.

Spadek amerykańskiego popytu, a innymi słowy wzrost stopy oszczędności, jest czynnikiem, który z pewnością pomógłby złagodzić globalną nierównowagę, ale biorąc pod uwagę jej wysoki poziom, nie jest możliwe pełne rozładowanie w ten sposób. Według obliczeń MFW, wzrost oszczędności krajowych w USA o 1% PKB, poprawiłby w trzyletniej perspektywie saldo obrotów bieżących o 0,5% PKB<sup>18</sup>. Obliczenia te potwierdzają szacunki E. Trumana, który uważa, że spadek popytu krajowego poprawia saldo obrotów bieżących tylko o 0,2% PKB<sup>19</sup>. Zbliżone rezultaty uzyskali Kumhof, Laxton i Muir, którzy wykazali, że wzrost oszczędności rządu o 1% PKB poprawia saldo obrotów bieżących o prawie 0,5% PKB średniorocznie w ciągu 5 lat<sup>20</sup>.

Znaczne złagodzenie problemu nierównowagi wymagałoby wzrostu inwestycji w innych krajach poza Stanami Zjednoczonymi i to zarówno w grupie państw rozwiniętych, jak i rozwijających się. Według wspomnianego opracowania MFW, zwiększenie inwestycji o 5% PKB w regionie obejmującym Indonezję, Koreę, Malezję, Filipiny i Tajlandię przyczyniłoby się do zmniejszenia amerykańskiego deficytu o ponad 0,75% PKB. Analogiczny przyrost inwestycji w krajach eksportujących ropę

<sup>16</sup> K. Lutkowski, op.cit., s. 430.

<sup>17</sup> Federal Reserve Bank of San Francisco, *What If Foreign Governments Diversified Their Reserves?*, „FRBSF Economic Letter” 2005, No. 17.

<sup>18</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Global imbalances...*, s. 113.

<sup>19</sup> E. Truman, *Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances*, Institute for International Economics, „Working Paper” 2005, No. 6.

<sup>20</sup> International Monetary Fund, United States: Selected Issues, „IMF Country Report” 2005, No. 258.



miałby podobny skutek. Wzrostu działalności inwestycyjnej nie zaleca się w stosunku do gospodarki chińskiej, gdyż osiągnięta tam stopa nakładów w środki trwałe jest wyjątkowo wysoka i dalszy jej wzrost jest niewskazany. Kraj ten powinien oprzeć swój wzrost w większym stopniu na konsumpcji wewnętrznej, a nie na quasi-merkantylistycznej strategii rozwijania eksportu za wszelką cenę. System finansowy Chin wymaga reform, banki obciążone są balastem złych kredytów, udzielanych z polecenia partii przedsiębiorstwom państwowym. Wysoka stopa oszczędności gospodarstw domowych wynika ze słabego dostępu do kredytu konsumpcyjnego, a gromadzenie wszelakich rezerw przez przedsiębiorstwa jest dobrze znane z gospodarki planowej. Ogromne oszczędności nie mogą być efektywnie alokowane przez słabo rozwinięty rynek kapitałowy, a zagmatwany system praw własności i kontrola nad rynkiem kępuje potencjał drzemiący w tym kraju.

Słaby wzrost gospodarczy utrzymujący się w Europie Zachodniej i Japonii utrudnia rozładowanie problemu nierównowagi. Gdyby regiony te rozwijały się szybciej, to zgodnie ze znaną prawidłowością, zgłosiłyby większe zapotrzebowanie na amerykańskie towary. Jednoprocentowy wzrost PKB w Japonii i dużych krajach europejskich przełożyłby się na spadek deficytu rachunku bieżącego USA odpowiednio po około 0,2% PKB<sup>21</sup>. Dla szybszego wzrostu Europa powinna przeprowadzić reformy strukturalne i zdjąć z rynku szereg blokujących go ograniczeń.

Trzecim zalecanym sposobem dostosowań są zmiany kursów walutowych. Wartość dolara w relacji do walut krajów azjatyckich jest sztucznie zaniżana, i to znacznie. Według różnych źródeł niedowartościowanie waluty chińskiej sięga około 30–46%, zaś walut Korei, Japonii, Indonezji i Indii około 20%<sup>22</sup>. Nawet gdyby dostosowania kursów przebiegały stopniowo, to gospodarka USA jak i innych krajów i tak silnie by to odczuła, choć na pewno mniej niż w scenariuszu „twardego lądowania”. Urealnienie kursów naraziłoby obie strony na koszty dostosowań – kraje opierające swój rozwój na eksporcie straciłyby motor wzrostu, a w Ameryce, jak wspomniano, pojawiłyby się siły wpędzające ją w recesję. Czynnikiem mogącym ożywić USA byłby eksport, którego opłacalność poprawiłaby się. Dostosowanie kursów, ze względu na ryzyko ucieczki od dolara inwestorów obawiających się strat kapitałowych, wymagałoby ściśle skoordynowanych działań państw i instytucji międzynarodowych z MFW na czele.

Jak widać, żaden z powyższych sposobów nie jest w stanie samodzielnie przywrócić równowagi gospodarce światowej. Najbardziej skuteczne rozwiązanie – wzmocnienie walut krajów azjatyckich, jest trudne do przeprowadzenia i może wymknąć się spod kontroli. Wystąpienie pozostałych czynników balansujących w najbliższej perspektywie jest mało prawdopodobne.

<sup>21</sup> International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Global Imbalances...*, s. 113.

<sup>22</sup> Przykładowe opracowania: W.R. Cline, *The United States as a Debtor Nation*, Washington 2005, G.H. Chang, *Estimation of the Undervaluation of the Chinese Currency by a Non-linear Model*, 2006, dokument dostępny na stronie Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=902856>.



## 6. PODSUMOWANIE

Narastające nierównowagi globalne stanowią intrygujący problem makroekonomiczny, którego wyjaśnienie stanowi poważne wyzwanie dla badaczy. Żadna z formułowanych w literaturze przedmiotu teorii nie pozwala na w pełni satysfakcjonujące wyjaśnienie podłoża tych zjawisk. Biorąc pod uwagę kompleksowość omawianej problematyki, najrozsądniejsze wydaje się podejście mieszane, integrujące wiele teorii, zwłaszcza, że część z nich nie musi się wcale wykluczać, co potwierdza postawioną we wprowadzeniu do opracowania tezę. Jako dobrze się uzupełniające, należy uznać hipotezy o nadwyżce globalnych oszczędności i ssaniu kapitałowym ze strony USA (bliźniaczy deficyt). Duża skłonność do konsumpcji w USA koresponduje z wysoką skłonnością do oszczędzania krajów Azji w myśl teorii wymiany międzyokresowej. I wreszcie – utrzymanie przez dolara pozycji waluty rezerwowej oraz wielki, płynny rynek kapitałowy USA uzupełnia takie braki w Azji i Europie.

## LITERATURA

- Bernanke B., *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, *The Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 2005.
- Dooley M.D., Folkerts-Landau D., Garber P., *An Essey on the Revised Bretton Woods System*, „NBER Working Paper” 2004, No. 9971.
- Dooley M.D., Folkerts-Landau D., Garber P., *Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe*, „NBER Working Paper” 2005, No. 11520.
- Dooley M.D., Folkerts-Landau D., Garber P., *The Revised Bretton Woods System – the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*, „NBER Working Paper” 2004, No. 10332.
- The Economist, *The Petrodollar Peg*, 7 grudnia 2006.
- The Economist, *Global Imbalances, Petrodollar Power*, 7 grudnia 2006.
- Federal Reserve Bank of San Francisco, *What If Foreign Governments Diversified Their Reserves?*, „FRBSF Economic Letter” 2005, No. 17.
- Friedman M., Friedman R., *Wolny wybór*, Aspekt, Sosnowiec 2006.
- Friedman T.L., *Świat jest płaski*, Rebis, Poznań 2006.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Awash with Cash: Why Are Corporate Savings so High?*, Washington 2006.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook. Global imbalances: A Saving and An Investment Perspective*, Washington 2006.
- International Monetary Fund, *United States: Selected Issues*, „IMF Country Report” 2005, No. 258.
- Lutkowski K., *Problem międzynarodowej zdolności płatniczej*, „Ekonomista” 2006, nr 4.
- Rubaszek M., *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt”, lipiec 2006.
- Rybiński K., *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista” 2006, nr 4.
- Truman E., *Postponing global adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances*, Institute for International Economics, „Working Paper” 2005, No. 6.