

My, nasz złoty, globalizacja

Panel dyskusyjny Klubu Dziennikarzy Biznesowych
Polskie Towarzystwo Ekonomiczne

Warszawa, 21 września 2006

Waluty globalne – wprowadzenie do dyskusji

Krzysztof Rybiński, Wiceprezes NBP¹

Szanowni Państwo,

Serdecznie dziękuję za zaproszenie do dyskusji w tak szacownym gronie, liczę na interesującą i intelektualnie stymulującą wymianę opinii. W tytule panelu pojawia się słowo „globalizacja”, więc rozpocznę od jego zdefiniowania. MFW postuluje, że globalizacja to rosnąca współzależność (integracja) gospodarek krajowych, szczególnie wskutek zwiększającego się handlu międzynarodowego i przepływów finansowych. Ja preferuję następującą definicję: globalizacja to rosnąca mobilność czynników produkcji: kapitału, pracy i wiedzy.

Na samym początku postawię główne tezy mojego wystąpienia, które następnie uzasadnię.

(1) Globalizacja produkcji i usług przyspieszy proces powstawania globalnych walut. Docelowo powstaną cztery globalne waluty: dolar, euro, „asian”, „dinar/riyal”, poza nimi będą waluty satelitarne lub koszykowe.

(2) W okresie 5-10 lat euro może odebrać dolarowi status głównej waluty rezerwowej a Stany Zjednoczone stracą „nadzwyczajny przywilej”², jeżeli globalne nierównowagi zostaną wyrównane siłami rynkowymi³.

(3) W dalszej perspektywie, w mojej oceni nie później niż za trzydzieści lat główną walutą rezerwową świata będzie wspólna waluta krajów azjatyckich, którą roboczo określam mieniem „asian”⁴, choć w literaturze spotyka się inne nazwy: AMU – Asian Monetary Unit⁵, i ACU – Asian Currency Unit⁶.

Zanim przejdę do uzasadnienia powyższych wniosków dotyczących przyszłości proponuję przez chwilę spojrzeć wstecz, gdyż wiele z omawianych zjawisk już miało miejsc w historii

gospodarczej świata, a niektóre z nich można nawet określić jako powrót do stanu naturalnego⁷, który został zaburzony na okres prawie dwustu lat.

Po pierwsze dopiero w ostatniej dekadzie osiągnęliśmy taki poziom swobody przepływu kapitału, jaki był obecny pod koniec XIX wieku i na początku XX wieku. Natomiast zasób kapitału ulokowanego za granicą osiągnął 80 procent globalnego PKB, czyli poziom czterokrotnie większy niż w poprzednim okresie XIX wiecznej globalizacji⁸. Po dwustu latach przerwy Azja stopniowo staje się ponownie regionem dominującym w globalnej gospodarce. W 1820 roku udział Chin i Indii w globalnej populacji i globalnym PKB wynosił odpowiednio 55 i 50 procent. W latach 1950-1970 udział tych krajów w globalnym PKB spadł poniżej 10 procent, obecnie wynosi 20 procent i według wszystkich dostępnych prognoz będzie dalej szybko rósł. Na przykład już teraz Chiny stały się światowym potentatem eksportowym w bardzo wielu dziedzinach. Chiny eksportują więcej sprzętu telekomunikacyjnego niż Stany Zjednoczone i prawie tyle co wszystkie kraje starej piętnastki Unii Europejskiej (UE15), Chiny eksportują znacznie więcej komputerów i ich części niż Stany Zjednoczone i UE15, nie mówiąc nawet o produktach o niższej wartości dodanej, gdzie Chiny mają znaczny, a często dominujący udział w światowym eksporcie. Warto przy tym pamiętać, że w Azji nastąpiła silna specjalizacja w poszczególnych etapach procesu produkcji, i że Chiny specjalizują się w końcowym etapie składania, który wymaga wysokich nakładów pracy relatywnie do kapitału, wskazuje na to fakt, że pomimo silnej nadwyżki handlowej ogółem, Chiny mają deficyty handlowe z wieloma krajami Azji, z których importują półfabrykaty w celu montażu i reeksportu.

Z kolei Indie wyspecjalizowały się w offshoringu i outsourcingu usług⁹, eksport tych usług rozwija się tak dynamicznie, że według danych Banku Centralnego Indii podwoił się z poziomu 23 mld dolarów w 2003 roku do 56 mld dolarów w 2005 roku. Jak widać gospodarki azjatyckie szybko włączają się do światowej wymiany handlowej, szybko postępuje też proces integracji gospodarczej tych krajów. Tendencje będą dalej się pogłębiały, co będzie wpierało główną tezę niniejszego referatu, czyli powstanie „asian” i przejęcie przez walutę azjatycką rolę głównej waluty rezerwowej świata.

Zajmijmy się po kolei czterema walutami rezerwowymi, zaczynając od **dolara**, czyli waluty która obecnie pełni rolę globalnego pieniądza rezerwowego. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozliczeń Międzynarodowych około 2/3 światowych rezerw walutowych jest ulokowanych w instrumentach denominowanych w dolarze. Jednocześnie w świetle ostatnich decyzji banków centralnych oraz publicznych deklaracji można sformułować tezę, że następuje stopniowe obniżenie udziału dolara w

rezerwach walutowych wielu banków centralnych¹⁰. Do tego trendu przyczynia się również problem globalnych nierównowag, czyli deficytu obrotów bieżących w wysokości 6.5 procent amerykańskiego PKB, finansowany nadwyżkami obrotów bieżących, czyli eksportem kapitału w Chinach, Japonii i krajach eksportujących ropę naftową¹¹. W szczególności w artykule P.O.Gourinchas, H.Rey (2005) oszacowano, że dzięki temu iż Stany Zjednoczone dostarczają walutę rezerwową świata, mają płynne i wiarygodne rynki finansowe, mogą cieszyć się dużą wyższą stopą zwrotu z aktywów zagranicznych niż koszt pasywów zagranicznych. W okresie post-Bretton Woods dochodowość amerykańskich aktywów wyniosła 6.82% a koszt pasywów 3.50%. Gdyby inna waluta przejęła rolę globalnej waluty rezerwowej, to wówczas Stany Zjednoczone utraciłyby ten „nadzwyczajny przywilej”, który przyczynia się do uzyskiwania większych dochodów i większej konsumpcji przez Stany Zjednoczone oraz łagodzi problem globalnych nierównowag, bo saldo dochodów rachunku bieżącego Stanów Zjednoczonych pozostaje dodatnie mimo silnie ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej.

W przypadku **euro** jest za wcześnie na jednoznaczną ocenę bilansu kosztów i korzyści, chociażby dlatego że efekty kreacji handlu pojawiają się w pełni w długim okresie. W bilansie korzyści należy niewątpliwie wymienić głębokość i płynność rynków finansowych oraz fakt że euro stało się ważną walutą emisji papierów dłużnych na globalnym rynku finansowym. Warto też przypomnieć argument wielokrotnie przytaczany przez obecnego Prezesa EBC, czyli fakt, że krzywa dochodowości euro nie jest średnią z krzywych dochodowości walut z których powstało euro, tylko jest krzywą dochodowości odpowiadającą walucie o najmniejszej premii za ryzyko, czyli marce niemieckiej. To oznacza znaczący spadek premii za ryzyko w wielu krajach, a niektóre z nich, jak na przykład Włochy, korzystają z tego znacząco obniżając koszty obsługi długu publicznego.

Jednocześnie widać też problemy w strefie euro, takie jak brak elastyczności rynków produktów i usług, wysokie deficyty fiskalne, rosnący efekt specjalizacji który może powodować wzrost wrażliwości krajów tworzących strefę euro na asymetryczne wstrząsy, szczególnie po powiększeniu stery euro o nowe kraje członkowskie¹². Jednak te problemy nie przeszkadzają niektórym prognozować, że w kolejnej dekadzie zastąpi dolara jako główna waluta rezerwowa świata. W szczególności M.Chinn i J. Frankel w swoim artykule z 2005 roku przewidują, że jeżeli globalne nierównowagi doprowadzą do deprecjacji dolara lub odpowiednia liczba krajów wejdzie do strefy euro (w tym Wielka Brytania) to tuż po 2020 roku euro zastąpi dolara jako główna waluta rezerwowa świata¹³.

Trzeba wspomnieć, że zmiana globalnej roli walut nie jest czymś niezwykłym i takie zmiany miały miejsce w przeszłości. Na przykład w XIX wieku od 60 do 90 procent światowego handlu było denominowane w funcie brytyjskim, a w 1899 roku udział funta w znanych rezerwach był 2-rotnie większy niż kolejnych walut (frank szwajcarskiego i marki niemieckiej) i był wielokrotnie większy niż udział dolara amerykańskiego.

Moim zdaniem należy oczekiwać powstania wspólnej waluty azjatyckiej, roboczo nazwanej przeze mnie „**asian**”. Świadczy o tym coraz większa liczba prac analitycznych prowadzonych w tym regionie w ostatnich latach¹⁴, oraz inicjatywy podejmowane przez polityków, takie jak Asian Bond Fund – inicjatywa która ma na celu powstanie regionalnego rynku finansowego i pogłębienie integracji lokalnych rynków, czy inicjatywa Chiang Mai przeciwdziałająca kryzysom walutowym w regionie. Na przykład w maju tego roku ministrowie finansów Japonii, Chin i Korei uzgodnili pod czas spotkania w Hyderabadzie, że będą prowadzone prace badawcze nad wprowadzeniem wspólnej waluty w Azji, która potencjalnie mogłaby zostać wprowadzona w dziesięciu krajach ASEAN oraz w Japonii, Chinach i Korei. Ponadto w ostatnich latach znacząco pogłębiły się powiązania gospodarcze pomiędzy krajami Azji, których wzrost był oparty na eksporcie do reszty świata. Na przykład Chiny mają deficyty handlowe z wieloma krajami Azji z których importują półprodukty, które następnie są składane w gotowe produkty w Chinach, co jest opłacalne dzięki bardzo niskim kosztom pracy, i eksportowane z tego kraju (również za pośrednictwem Hong Kongu). Taki model rozwoju, który dotyczy całego regionu będzie wspierał tendencje do powstania wspólnej waluty, która ograniczyłaby ryzyko walutowe we wzajemnych obrotach handlowych, chociaż podobnie jak w przypadku strefy euro można tutaj przytoczyć argument wrażliwości na asymetryczne wstrząsy.

Niezależnie od realizowania przez cały region modelu wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie, Azji powoli staje się ważnym centrum innowacji zaś struktura produkcji i eksportu tych krajów szybko ewoluuje w kierunku towarów o coraz większej wartości dodanej. Na przykład w rankingu zaufania inwestorów bezpośrednich firmy A.T.Kearney w 2005 roku Chiny i Indie zajęły dwa pierwsze miejsca, dopiero na trzecim miejscu były Stany Zjednoczone, następnie Wielka Brytania i Polska. Szybko rosnący potencjał gospodarek azjatyckich jest odzwierciedlony w prognozach wielu ośrodków, które wskazują, że w ciągu najbliższych 20-30 lat Chiny staną się większą gospodarką niż Stany Zjednoczone według parytetu siły nabywczej, a być może już w 2050 roku Chiny będą gospodarką porównywalną do Stanów Zjednoczonych nawet według rynkowych kursów walutowych, wobec poziomu 18 procent odnotowanego w 2005 roku. Zatem w ciągu kolejnych kilku dekad lat cały region

ASEAN10 + 3 będzie obszarem gospodarczym ponad 2-3 krotnie większym niż Stany Zjednoczone, co najlepiej wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo scenariusza, że jeżeli asian powstanie to właśnie ta waluta stanie się globalną walutą rezerwową nie później niż w połowie obecnego stulecia.

Znacznie szybciej powstanie **wspólna waluta krajów zatoki perskiej**, bo już w 2010 roku w ramach powołanego w 1981 roku Gulf Cooperation Council powstanie wspólna waluta pięciu krajów: Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie. Warto wspomnieć jakie cele stawiają sobie te kraje, jak przedstawiono w raporcie Gulf Research Center w Dubaju:

„... nowa waluta GCC może odegrać prominentną rolę. Nowa waluta ma prowadzić do rozwoju gospodarek regionu, ale również ma odegrać ważną rolę międzynarodową, między innymi prowadzić do przzerwania związku walut regionu z dolarem amerykańskim, ma służyć jako waluta w której będzie fakturowany handel ropą i jej pochodnymi, ma funkcjonować jako waluta Islamska i służyć jako waluta rezerwowa, która będzie generować istotne przychody z tytułu renty emisyjnej.”

Jak widać plany krajów regionu są dalekosiężne i kraje te widzą dla swojej nowej waluty ważną rolę międzynarodową, chociaż moim zdaniem potencjał tych gospodarek i ich wielkość są zbyt małe, żeby nowa waluta odegrała główną rolę w przyszłości. Otwartą kwestią pozostaje również nazwa, część krajów używa nazwy dinar, część riyal dla swoich walut krajowych.

Powyżej starałem się uzasadnić dlaczego należy oczekiwać, że w kolejnych dekadach powstaną cztery globalne waluty, z dominującą rolą asiana, i być może przejściowo euro. Jednak już dzisiaj widać, że globalne problemy są dyskutowane w grupie krajów, które odpowiadają właśnie czterem globalnym walutom przyszłości. Na przykład poufne dyskusje na temat strategii rozwiązania problemu globalnych nierównowag moderowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy odbywają się nie w gronie G7, czy G20, tylko z udziałem Stanów Zjednoczonych, strefy euro (EBC i Komisja Europejska), Chin, Japonii i Arabii Saudyjskiej.

Na konie chciałbym także pokrótce odpowiedzieć na pytania postawione panelistom:

Pytanie: Czy cel w postaci przyjęcia euro zdołają i zainspiruje obywateli?

Odpowiedź autora: Raczej nie, gdyż Polaków inspirują do działania inne rzeczy, a szkoda, bo wiele prac pokazuje, że po wejściu do „klubu bogatych” kraje przestają się reformować¹⁵, czyli okres przed wejściem do strefy euro byłby dla Polski świetną i być może ostatnią okazją do przeprowadzenia głębokich reform.

Pytanie: Czy przyjęcie euro może znacznie pobudzić rozwój Polski?

Odpowiedź autora: Może ale raczej nieznacznie. Inne konieczne reformy będą miały większe znaczenie niż sam fakt przyjęcia euro. Warto przy tym pamiętać, że reformy konieczne do przeprowadzenia w Polsce mogą znacznie różnić się od zaleceń wynikających z tzw. konsensusu waszyngtońskiego¹⁶.

Pytanie: Czy i kiedy rząd może i powinien wyznaczyć termin przyjęcia euro?

Odpowiedź autora: Wtedy gdy w perspektywie dwóch lat będziemy spełniali kryteria z Maastricht w wysokim prawdopodobieństwie. Najlepiej przeprowadzić szybko właściwe reformy i jak najszybciej wejść do strefy euro, ale jeżeli ten scenariusz jest niemożliwy, to lepiej w ogóle nie mieć daty niż mieć datę ruchomą i niewiarygodną.

Pytanie: Jak będzie funkcjonowało euro po 10 latach? Czy powstanie asian?

Odpowiedź autora: Euro jest i dalej będzie jedną z głównych walut rezerwowych, używanych w wymianie handlowej i na rynkach finansowych, rola euro i dolara będzie malała w kolejnych dekadach XXI wieku na rzecz asiana.

Proszę państwa, aby odnieść sukces w XXI wieku gospodarka musi osiągnąć odpowiedni poziom innowacyjności i musi być globalnie konkurencyjna. Polska może odnieść olbrzymi sukces w globalnej gospodarce ze względu na swoje silne strony: korzystne położenie geograficzne, członkostwo w Unii Europejskiej, liczną i dobrze wykształconą kadrę (najlepsi informatycy na świecie, dobra znajomość języków), naszą pracowitość, przedsiębiorczość, otwartość na innowacje, mobilność. Jeżeli przeprowadzimy odpowiednie reformy na miarę XXI wieku, szczególnie te reformy które prowadzą do wzrostu innowacyjności gospodarki, to wtedy wejście szybkie wejście do strefy euro może dodatkowo wspierać wzrost gospodarczy w naszym kraju. Życzę Polakom realizacji właśnie takiego scenariusza.

Dziękuję za uwagę.

¹ Prezentowane tezy odzwierciedlają prywatne poglądy autora i niekoniecznie są zbieżne z oficjalnym stanowiskiem Narodowego Banku Polskiego.

² Nadzwyczajny przywilej, określany po angielsku jako „exorbitant privilege” oznacza, że Stany Zjednoczone jako posiadacz globalnej waluty rezerwowej osiągają znacznie wyższy dochód ze swoich zagranicznych aktywów, niż koszt ich zagranicznych pasywów. Zob. na przykład artykuł P.O.Gourinchas, H.Rey „From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Priviledge”, UC Berkeley Working Paper, sierpień 2005.

³ Zagadnienie konsekwencji rozwiązania globalnych nierównowag siłami rynkowymi, wraz z przedstawieniem wszystkich głównych hipotez na temat powstania nierównowag znajduje się w pracy K.Rybiński „Globalne nierównowagi”, Ekonomista 4/2006, wrzesień 2006.

⁴ Według mojej wiedzy taka nazwa do tej pory nie pojawiła się w literaturze tematu, więc jeżeli zostanie wybrana autor będzie jej ojcem chrzestnym.

⁵ E.Ogawa, J.Shimizu „AMU Deviation Indicator for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia,” RIETI Discussion Paper, 05-E-017.

⁶ D.Cowen „Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps”, IMF Working Paper WP/06/196, sierpień 2006.

⁷ Takie stwierdzenia wygłaszali na różnych konferencjach prominentni przedstawiciele z krajów azjatyckich.

⁸ Zob. C.Denis et al. „Globalisation: Trends, Issues and Macro Implications for the EU”, praca zbiorowa służb Komisji Europejskiej, lipiec 2006.

⁹ Wątek outsourcingu i offshoringu usług oraz rola Indii zostały omówione w książce K.Rybiński „Globalizacja w trzech odsłonach”, w przygotowaniu do druku, jej wersja robocza zostanie udostępniona do dyskusji na blogu autora w październiku pod adresem www.rybinski.eu

¹⁰ Na przykład NBP obniżył udział dolara i zwiększył udział funta brytyjskiego w rezerwach walutowych w 2006 roku.

¹¹ Obszerne omówienie tego problemu znajduje się w artykułach K.Lutkowski „Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej”, *Ekonomista* 4/2006 i K.Rybiński „Globalne nierównowagi”, *Ekonomista* 4/2006.

¹² Zob. na przykład opracowanie P. De Grauwe „The Enlarged Eurozone? Can It Survive?”, Netherlands Institute for Advanced Study in the Humanities and Social Sciences, The second Jelle Zijlstra Lecture, 2003.

¹³ M.Chinn, J.Frankel „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?”, artykuł zaprezentowany na konferencji NBER, Newport, RI, 1-2 czerwiec 2005

¹⁴ Zob. na przykład: D.Cowen „Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps”, IMF Working Paper WP/06/196, sierpień 2006; E.Ogawa, K.Kawasaki Adopting a common currency basket arrangement into the ASEAN plus three”, RIETI Discussion Paper Series 06-E-028, czerwiec 2006; E.Ogawa, J.Shimizu “Stabilization of Effective Exchange Rates Under Common Currency Basket Systems”, NBER Working Paper 12198, kwiecień 2006; Y.Ding “Chinese Perspective of East Asian Exchange Rate Coordination”, East Asian Monetary Cooperation and China's Perspective, conference paper, Pekin, IWEP, 24 kwietnia 2006.

¹⁵ N.p. według Transition Report EBORu nowi członkowie UE przestali się reformować po wejściu do Unii, zaś artykuł R.Duval, J.Elmeskov „The Effects of Emu on Structural Reforms In Labour and Product Markets”, artykuł OECD zaprezentowany na konferencji EBC, 16-17 czerwca 2005, pokazuje, że przyjęcie wspólnej waluty obniża prawdopodobieństwo przeprowadzenia reform strukturalnych.

¹⁶ Zob. na przykład artykuł D.Rodrik „Goodbye Washington consensus, hello Washington confusion”, artykuł ma się ukazać w 2006 roku w *Journal of Economic Literature*.