Polski Instytut Ekonomiczny

5/2023

Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

maj 2023 r.

SPIS TREŚCI

Tematy ekonomiczne:

Jakub Rybacki
@ jakub.rybacki@pie.net.pl
@jakubrybacki2
512 275 365

Marcin Klucznik
@ marcin.klucznik@pie.net.pl
@MarcinKlucznik
503 457 274

Sergiej Druchin
@ sergiej.druchyn@pie.net.pl
@druchin_s
792 766 265

Sebastian Sajnóg
@ sebastian.sajnog@pie.net.pl
@BastianSajnog
501 837 748

Dawid Sułkowski
@ dawid.sulkowski@pie.net.pl
@Dawid_Sulkowski
885 062 001

Karol Zawada

Tematy energetyczne:

Maciej Miniszewski
@ maciej.miniszewski@pie.net.pl
@macminiszewski
799 126 992

▶ **W czerwcu Fed najprawdopodobniej podniesie stopę do 5,5 proc.** – będzie to ostatnia podwyżka w tym cyklu. Wysoka inflacja oraz mocne dane z rynku pracy w USA są prognostykiem dłuższej pauzy przed obniżkami stóp. Pierwsze obniżki stóp przewidujemy w końcówce 2023 r. lub na początku 2024 r. – ich skala będzie jednak niewielka. Więcej na ten temat w sekcji: *W USA polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna na dłużej*.

▶ **Kryzys bankowy w USA jest obecnie ograniczony bezpośrednio do małych banków regionalnych.** Jego prawdopodobnym następstwem będzie spowolnienie akcji kredytowej i wzrostu gospodarczego w amerykańskiej gospodarce. Niełatwo przewidywać, jak będzie ewoluować sytuacja innych banków. Potencjalne problemy przedstawiamy w sekcji: *Sektor bankowy USA – regionalnie nadal w kłopotach*.

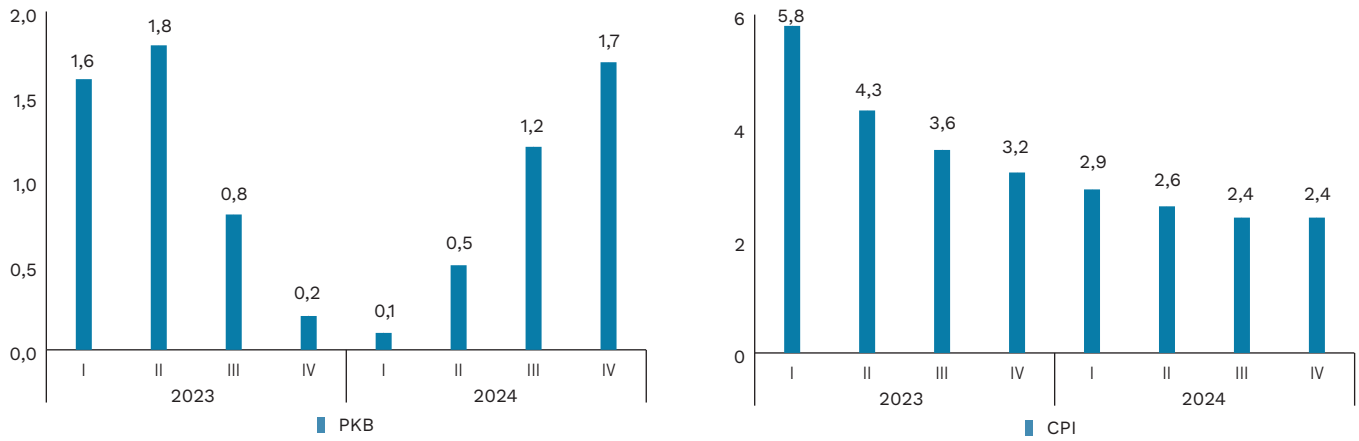
▶ **Porozumienie między Republikanami i Demokratami odsuwa widmo niewypłacalności USA.** Podniesienie limitu wymagało zgody Kongresu. Jednak Izba Reprezentantów odmówiła udzielenia poparcia. Przeciągające się negocjacje stały się tematem rynkowym. Procedurę negocjacji omawiamy w sekcji: *Ryzyko niewypłacalności fiskalnej*.

▶ **USA były głównym eksporterem LNG na świecie w 2022 r.** Jednym z głównych odbiorców amerykańskiego gazu jest Unia Europejska. Międzynarodowa Agencja Energetyczna sugeruje, że wzrost globalnej podaży może nie wystarczyć dla zaspokojenia popytu UE, ale Amerykanie szacują większy wzrost mocy wytwórczych. Prognozy omawiamy w sekcji: *USA głównym dostawcą LNG na lata*.

▶ **Od ponad 40 lat bilans handlowy USA pozostaje w deficycie.** Deficyt w handlu międzynarodowym może prowadzić do powiększania się deficytu budżetowego i na odwrót. Więcej o tym w sekcji: *Dyskusja: Bilans handlowy USA. Skutki dla polityki gospodarczej*.

Zapisz się do newslettera

Konsensus prognoz wzrostu PKB i inflacji w USA w kolejnych kwartałach 2023-2024 (w proc. r/r)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Focus Economics.

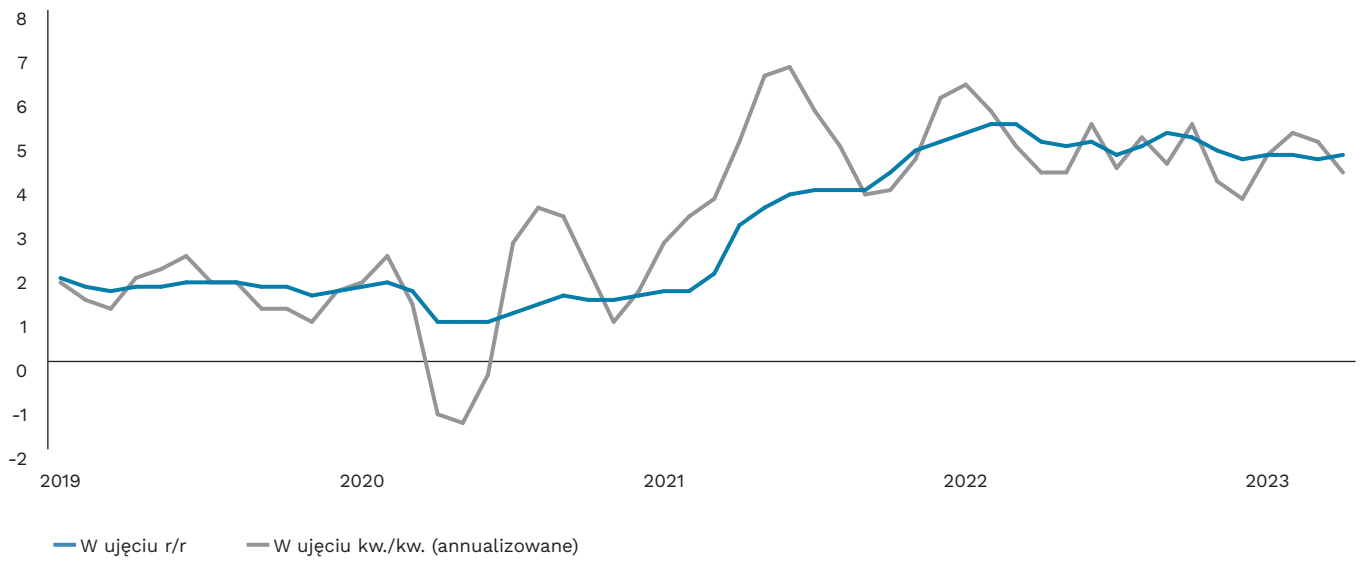
W USA polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna na dłużej

4,7 proc.

wyniosła inflacja bazowa PCE w USA w kwietniu; w ciągu roku wskaźnik obniżył się o 0,3 pkt. proc.

▶ W czerwcu Fed najprawdopodobniej podniesie stopę z 5,25 proc. do 5,50 proc. – będzie to ostatnia podwyżka w tym cyklu. Wysoka inflacja oraz mocne dane z rynku pracy w USA sugerują dłuższą pauzę przed obniżkami stóp. Stopy realne są niskie w porównaniu z poprzednimi cyklami zaciskania polityki pieniężnej. Pierwsze obniżki stóp przewidujemy w końcówce 2023 r. lub na początku 2024 r. – ich skala będzie jednak dość niewielka. Władze Fed będą utrzymywać stopy procentowe na podobnym bądź nieco wyższym poziomie niż inflacja. Oznacza to utrzymywanie restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Wykres 1.1. Inflacja bazowa PCE w USA (w proc.)



Uwaga: dane wyrównane sezonowo. Wskaźnik annualizowany pozwala na szybszą identyfikację potencjalnych zmian trendu – większą wagę mają obecne dane, mniejszą – efekty statystyczne. Inflację zannualizowaną otrzymujemy poprzez podniesienie dynamik kw/kw do czwartej potęgi, dzięki czemu wskaźnik jest porównywalny do wzrostu r/r.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych FRED St. Louis.

▶ **Inflacja w USA pozostaje wysoka.** Szczyt inflacji PCE u USA nastąpił w czerwcu zeszłego roku i wyniósł 7,0 proc. Od tamtego momentu wskaźnik spadł do 4,2 proc. w marcu, w kwietniu zaś odbił do 4,4 proc. Za większą część spadku odpowiadały jednak ceny żywności i energii – ten efekt zacznie wygasać od września ze względu na niższą bazę porównania.

▶ **Inflacja bazowa oraz ceny usług wskazują, że dezinflacja będzie powolna.** Inflacja bazowa PCE wyniosła w kwietniu 4,7 proc. r/r. Od roku znajduje się w płaskowyżu – jej wahania są niewielkie. Przeliczenie dynamik kw/kw sugeruje małe szanse na zmianę trendu. Bieżąca skala miesięcznych wahań jest spójna ze stabilizacją rocznych wskaźników w okolicach 4,5-5,0 proc. Analitycy Fed z Cleveland szacują, że w maju inflacja bazowa ponownie wzrosła o 0,4 proc. m/m, co przełoży się na niewielki wzrost w ujęciu rocznym.

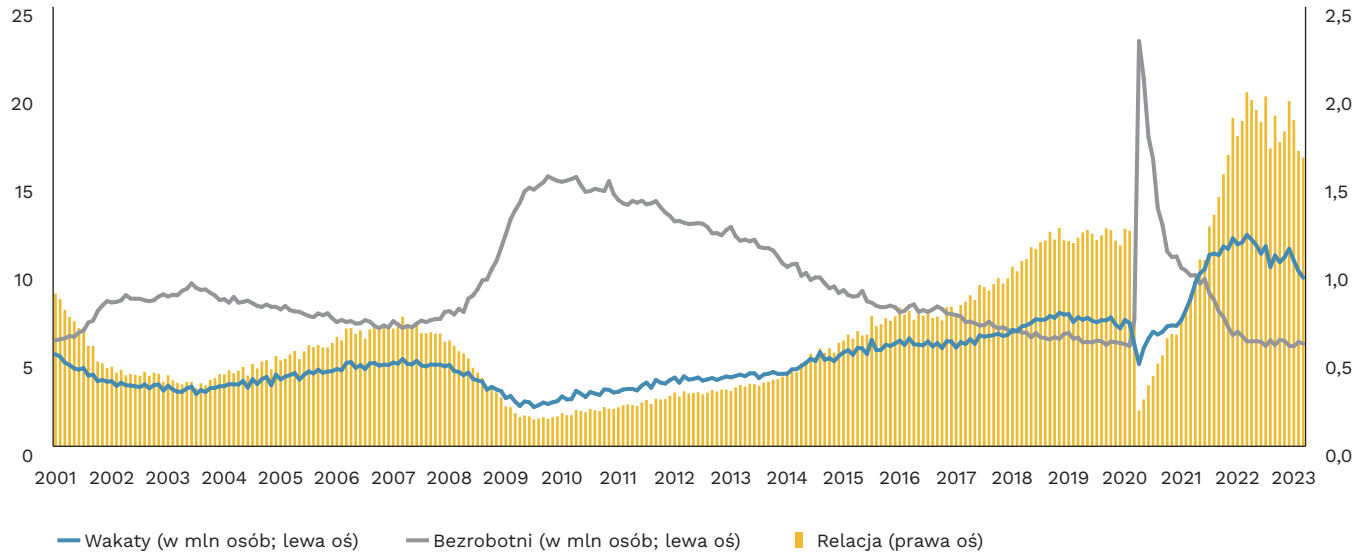
9,6 mln

wynosi liczba wakatów w gospodarce USA i jest to o 2,6 mln więcej niż przed wybuchem pandemii

▶ **Dobra kondycja rynku pracy spowalniała spadek inflacji w USA.** W kwietniu stopa bezrobocia w USA spadła do 3,4 proc. Jest to najniższy poziom od 1953 r. Niskie bezrobocie to m.in. efekt ogromnej liczby wakatów. W marcu amerykańscy pracodawcy rekrutowali na 9,6 mln stanowisk. Wprawdzie liczba ofert pracy spadła o 2,4 mln względem poprzedniego roku, ale jest wciąż

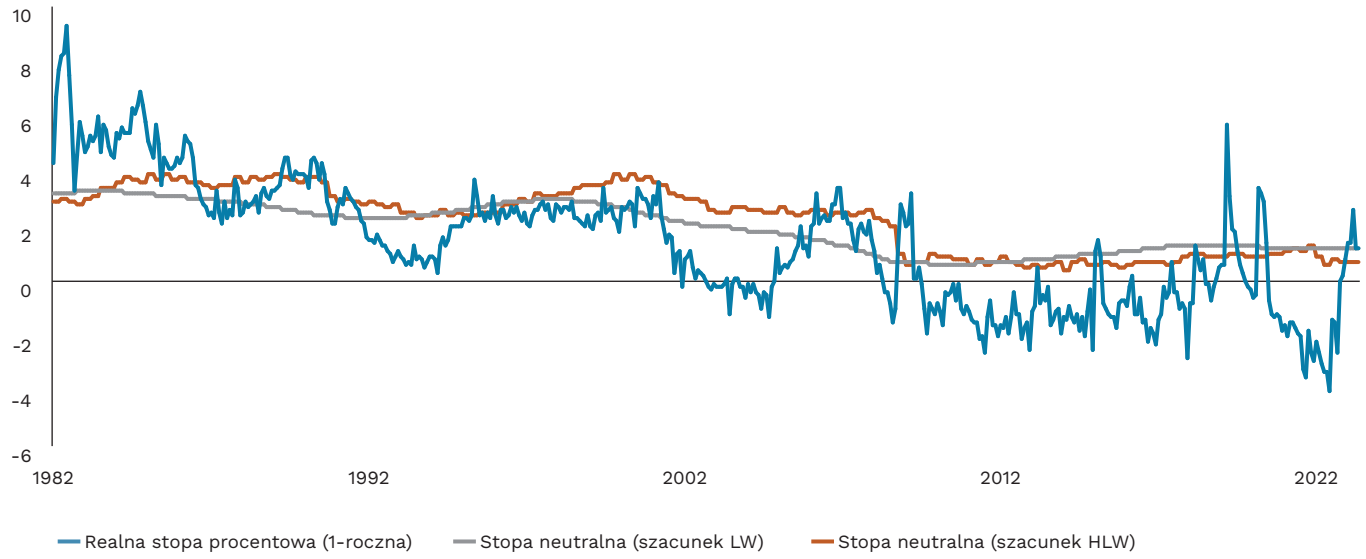
o 2,6 mln większa niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Obecnie na 1 bezrobotnego przypada 1,6 nieobsadzonych stanowisk. Tak duża liczba wakatów zachęca do zmian pracy i negocjowania dodatkowych podwyżek, co utrudnia walkę z inflacją. Fed w Atlancie wskazuje, że w kwietniu wynagrodzenia w USA wzrosły o ok. 6,1 proc. r/r. Wśród osób pozostających na tym samym stanowisku wzrost sięgał 5,7 proc., natomiast zmieniający pracę doświadczyli wzrostu wynagrodzeń o 6,9 proc.

Wykres 1.2. Rynek pracy w USA pozostaje rozgrzany



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych FRED St. Louis.

Wykres 1.3. Realne stopy procentowe w USA (w proc.)



Uwaga: realna stopa procentowa to stopa procentowa skorygowana o inflację. Stopa neutralna to koncept z teorii ekonomii – przy tej wysokości stopy realnej polityka pieniężna nie powinna mieć wpływu na wzrost gospodarczy oraz inflację. Ta wielkość jest punktem odniesienia dla realnej stopy procentowej.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed w Cleveland i Nowym Jorku.

▶ **W takim otoczeniu polityka pieniężna wpływa na inflację z opóźnieniem.** Niemniej, okres od pierwszych podwyżek stóp procentowych jest już długi – sięga roku. Tak znaczne rozpędzenie inflacji budzi więc naturalne obawy przedstawicieli Fed i wznawia dyskusję o dalszych podwyżkach stóp.

1,2 proc

wynosi realna jednoroczna stopa procentowa w USA; taka wartość powinna obniżać inflację, ale jest dość niska w porównaniu z poprzednimi cyklami

▶ **Realna stopa procentowa w USA w niewielkim stopniu pomaga ograniczyć inflację.** Realna stopa procentowa – czyli skorygowana o oczekiwaną inflację – wynosi obecnie ok. 1,2 proc. Oznacza to znaczny wzrost o 5,2 pkt. proc. względem 2020 r. Historycznie to jednak wciąż niski poziom. Szacunki Fed wskazują, że obecna stopa procentowa jest o ok. 0,0-0,5 pkt. proc. wyższa od wielkości stabilizującej inflację. W poprzednich cyklach zaciskania polityki pieniężnej było to od ok. 0,3 pkt. proc. do 2,0 pkt. proc. Okres restrykcyjnej polityki, tj. obniżającej tempo wzrostu cen, jest też dość krótki – utrzymuje się od ok. 5 miesięcy. W poprzednich latach było to od kilku miesięcy do nawet 4 lat.

▶ **Decyzje Fed w najbliższych kwartałach będą miały na celu utrzymanie podobnego poziomu stopy realnej.** Podwyżka stóp w czerwcu podniesie stopę realną w okolice bliższe historycznym cyklom zacieśniania. Taka polityka powinna skutecznie obniżać inflację bazową w USA od jesieni. **Spodziewamy się, że Fed zdecyduje się także na pierwszą obniżkę stóp w IV kw. 2023 r. lub I kw. 2024 r.** Obniżki będą miały na celu dostosowanie stopy realnej do spadającej inflacji. Utrzymanie tego samego poziomu stopy Fed przy coraz niższej inflacji oznaczałoby nadmierny wzrost stopy realnej, co prowadziłoby do osłabienia aktywności gospodarczej.

Sektor bankowy USA – regionalnie nadal w kłopotach

▶ **Kryzys bankowy w USA jest obecnie ograniczony bezpośrednio do małych banków regionalnych.** Jego prawdopodobnym następstwem będzie jednak spowolnienie akcji kredytowej i wzrostu gospodarczego w amerykańskiej gospodarce. Niełatwo przewidywać, jak będzie ewoluować sytuacja innych banków. Bieżące zachowanie rynków sugeruje, że sytuacja jest stabilna, jednak problemem może być sektor nieruchomości komercyjnych, tzw. sektor CRE (*commercial real estates*).

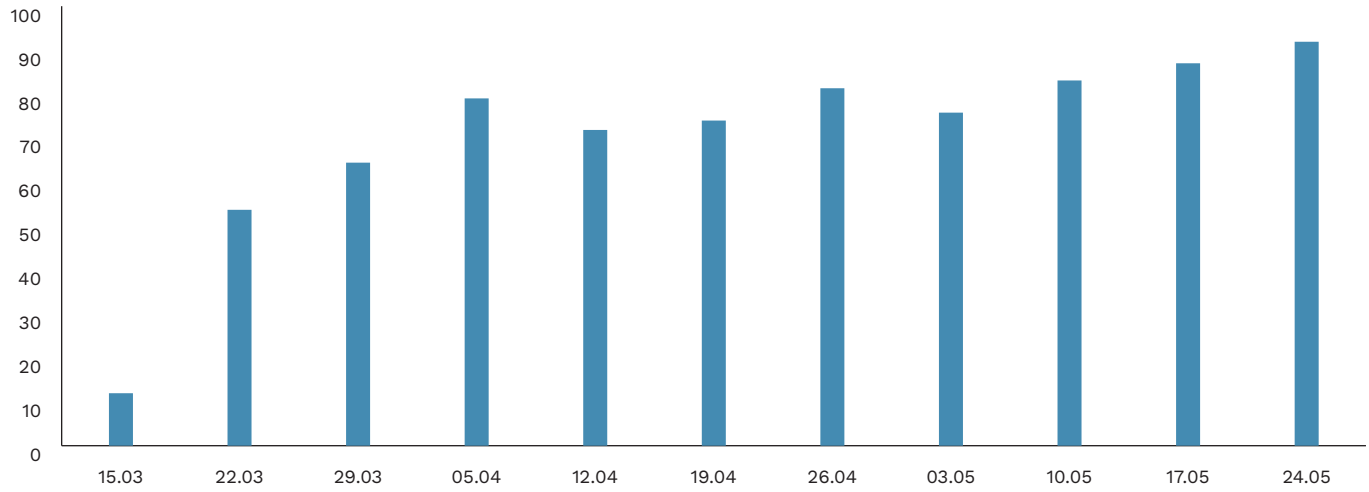
91 mld USD

wynosi wartość środków pożyczonych przez Fed w ramach programu BTFP

▶ **Dotychczasowe upadłości banków związane były z niedopasowaniem struktury aktywów i pasywów.** Od marca do maja upadły 4 banki: Silicon Valley Bank (SVB), Silvergate i Signature Bank (SB) oraz First Republic Bank (FRB). Działanie każdego znacząco różniło się od działań uniwersalnych banków, które znamy w Europie. SVB oraz FRB skoncentrowane były wyłącznie na obsłudze małych grup bardzo zamożnych klientów, np. start-upów technologicznych. Z kolei banki Silvergate i Signature zaangażowane były w obsługę firm działających na rynku kryptowalut, dlatego załamanie ich wartości przeniosło się do sektora bankowego. Cechą wspólną każdego z podmiotów była strategia przyjmowania krótkoterminowych depozytów, najczęściej przekraczających kwoty zabezpieczone przez FDIC – amerykański odpowiednik Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Równocześnie lokowały środki na długoterminowych obligacjach skarbowych i korporacyjnych oraz aktywach zabezpieczonych hipoteką (tzw. *mortgage backed securities* – MBS). Każdy z banków zmuszony był do sprzedaży posiadanego portfela papierów skarbowych. Jednak po podwyżkach stóp rynkowa wartość obligacji była mniejsza niż w momencie zakupu, co wywołało straty.

▶ Rezerwa Federalna USA odpowiedziała na bankructwa tych podmiotów wdrożeniem programu płynnościowego BTFP (ang. *Bank Term Funding Program*). 24 maja skala takich pożyczek sięgała 91 mld USD oraz rosła w czasie. Nie świadczy to jednak o kumulacji problemów – duży udział kredytów przypadał First Republic Bank. Dodatkowo pożyczki w ramach BTFP udzielane są na preferencyjnych warunkach w porównaniu do podstawowych transakcji Fed, tzw. *primary* oraz *secondary credit*, co sprawia, że mógł być to substytut dla tych instrumentów.

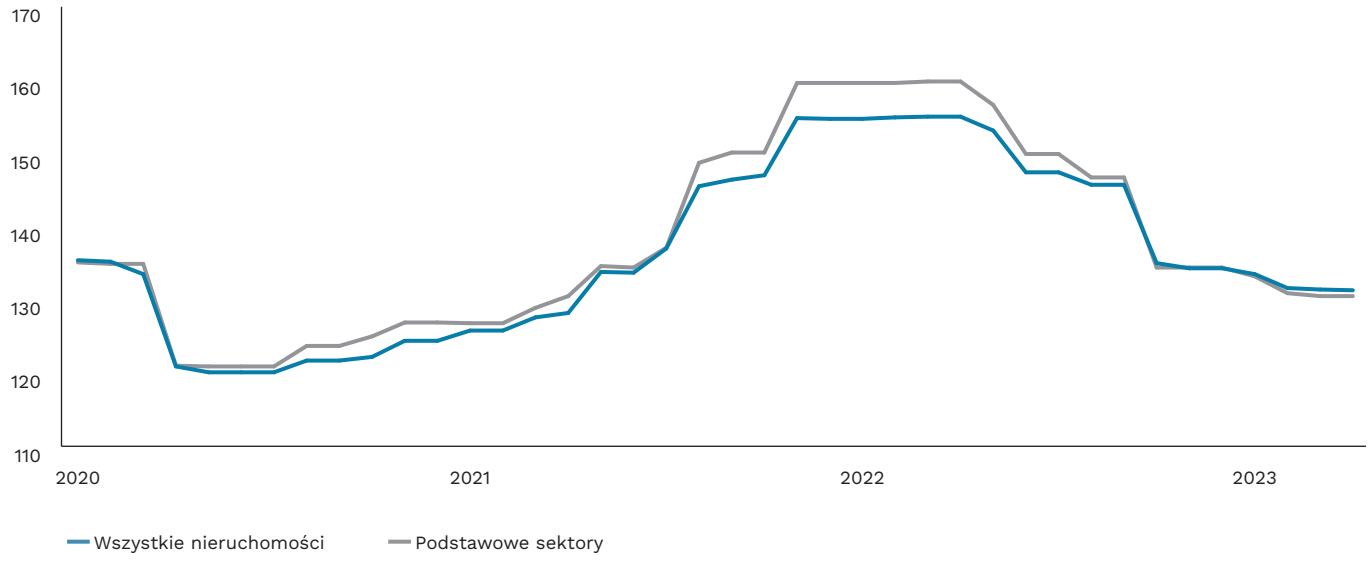
Wykres 2.1. Środki pożyczone w ramach programu BTFP (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Rezerwy Federalnej.

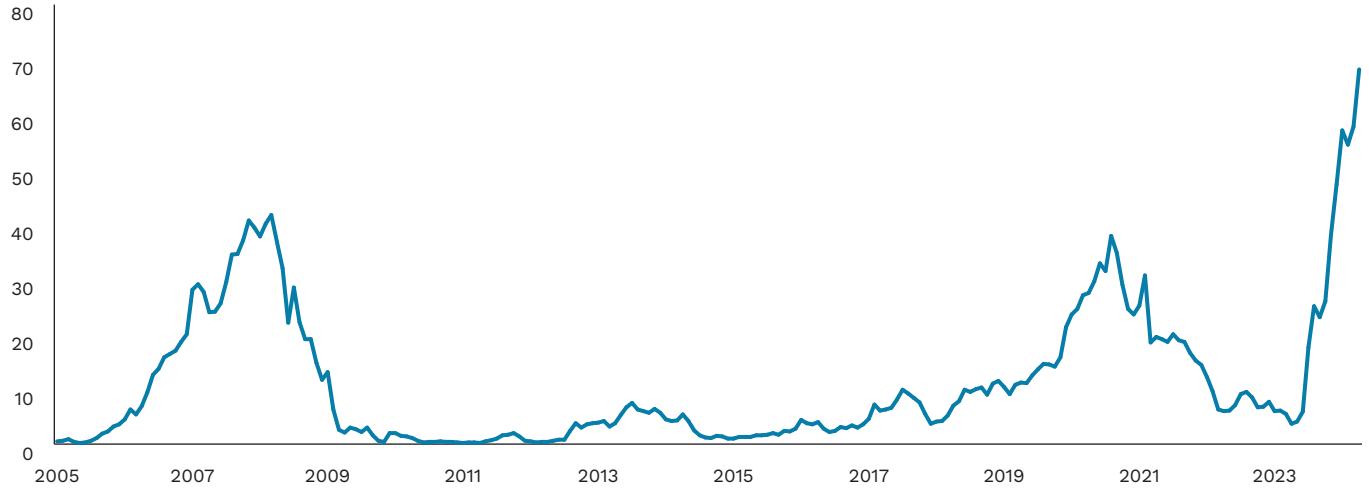
▶ **Niemniej, inne banki regionalne również zagrożone są upadłością.** Największa uwaga poświęcana jest obecnie dwóm podmiotom: PacWest oraz Western Alliance. Począwszy od marca akcje obydwu banków uległy przecenie kolejno o 75 proc. oraz 50 proc. Agencje ratingowe obniżyły też ocenę dla każdego z podmiotów. Obok problemów związanych z odpływem depozytów, banki te w portfelu kredytów posiadały stosunkowo duży udział pożyczek dla finansowania nieruchomości komercyjnych, które zagrożone są niewypłacalnością.

Wykres 2.2. Indeks cen nieruchomości komercyjnych



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Green Street.

Wykres 2.3. Wskaźnik prawdopodobieństwa recesji Fed (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed z Nowego Jorku.

15 proc.

wyniosła skala spadku cen nieruchomości komercyjnych w USA od kwietnia 2022 r.

▶ **Zagrożeniem dla amerykańskich banków są problemy na rynku nieruchomości komercyjnych.** Firma konsultingowa Green Street wskazuje, że od kwietnia ubiegłego roku spadek cen nieruchomości komercyjnych przekracza 15 proc. Osłabienie widoczne jest we wszystkich segmentach rynku, najmocniej dotyka te podstawowe, tj. finansowanie obiektów biurowych i przemysłowych, galerii handlowych czy mieszkań na wynajem. Skutkuje to mniejszą stratą wartości portfela oraz zmniejsza potencjalne zabezpieczenia na wypadek niewypłacalności pożyczkobiorcy. Jest to zagrożenie głównie dla małych banków.

▶ **Kryzys banków regionalnych raczej nie uderzy w banki uniwersalne.** Wprawdzie osłabienie kondycji sektora w USA jest widoczne na tle Europy, chociażby w przypadku indeksów ETF śledzących wartość akcji (np. iShares US Financials ETF, MSCI Europe Financials ETF) czy rentowności długu podporządkowanego, to jednak wzrost ryzyka niewypłacalności w kontraktach CDS jest umiarkowany.

6,9 proc.

wyniósł spadek wartości ETF obrazujących kondycję sektora bankowego w USA od początku roku

▶ **Problemy banków wpłyną jednak na osłabienie akcji kredytowej w USA.** Bieżący konsensus prognoz dla amerykańskiej gospodarki zakłada spadek tempa wzrostu PKB do zera w okolicach IV kw. 2023 r. oraz I kw. 2024 r. Ekonomiści ankietowani przez Bloomberga raportują także 65-proc. prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w horyzoncie 12 miesięcy. Podobny scenariusz kreślą także uczestnicy rynku długu. Oddział Fed z Nowego Jorku wskazuje, że krzywa rentowności implikowała 68-proc. prawdopodobieństwo recesji w marcu. To historycznie najwyższy poziom tego indeksu – taki wynik związany jest z oczekiwaniami obniżek stóp procentowych.

Ryzyko niewypłacalności fiskalnej

31,462 bln USD

wynosi dług publiczny w USA (stan na dzień 19.05.br.)

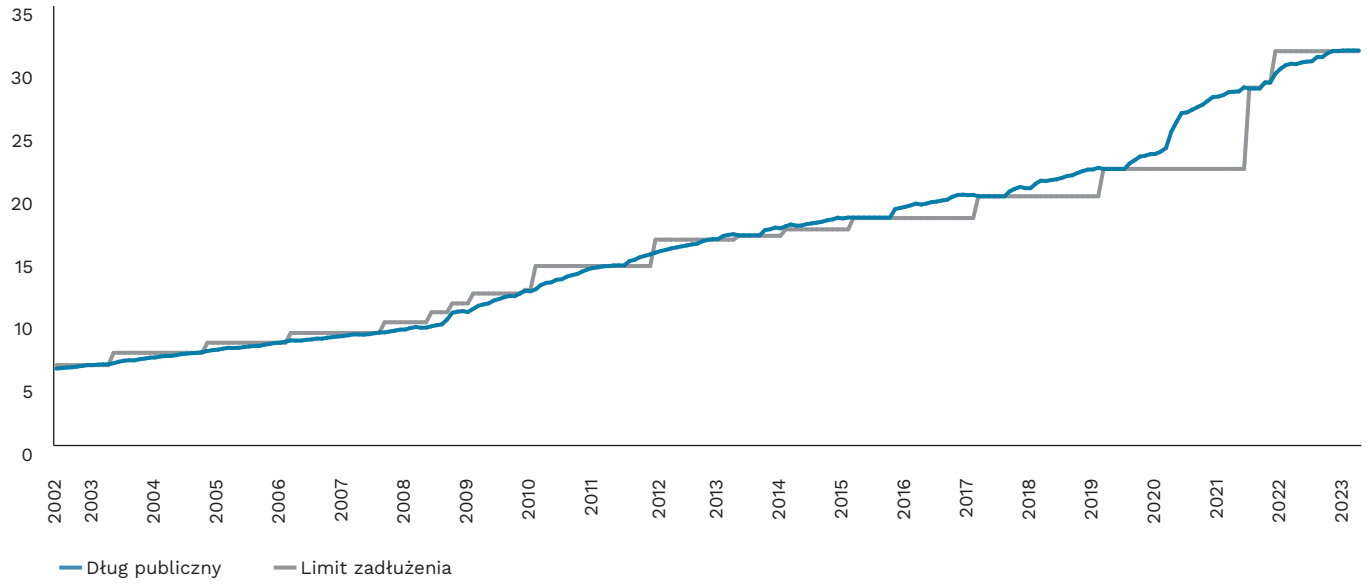
120 proc. PKB

roku wynosiło zadłużenie USA w 2022 r.

▶ **Porozumienie między Republikanami i Demokratami odsuwa widmo niewypłacalności USA.** W styczniu 2023 r. Stany Zjednoczone osiągnęły pułap zadłużenia w wysokości 31,4 bln USD. Departament Skarbu oszacował, że rządowe środki mogą się wyczerpać na początku czerwca, bez zaciągania nowych zobowiązań. Podniesienie limitu – do którego w przeszłości dochodziło wielokrotnie – wymagało zgody Kongresu. Jednak Izba Reprezentantów, kontrolowana przez opozycyjnych wobec rządu Republikanów, odmówiła udzielenia poparcia. Przeciągające się negocjacje stały się tematem rynkowym.

▶ **Limit zadłużenia USA podnoszony był wielokrotnie.** Historia zmian limitów długu Stanów Zjednoczonych – funkcjonujących w różnych formach – jest tak długa jak istnienie tego państwa. Wydatki związane z I wojną światową sprawiły, że w 1917 r. rząd otrzymał możliwość emisji obligacji i zaciągania innych długów bez specjalnej zgody Kongresu, a zobligowany był jedynie do mieszczenia się w wyznaczonych limitach dla danych instrumentów. Od 1939 r. maksymalny limit odnosi się do skumulowanego zadłużenia federalnego. Górna granica dopuszczalnego zadłużenia wyrażana jest nominalnie. Na przestrzeni lat limit zadłużenia podnoszony był ponad 100 razy, a także czasowo zawieszany. Nowe porozumienie również zakłada zawieszenie limitu długu do 1 stycznia 2025 r.

Wykres 3.1. Zadłużenie USA (w bln USD)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fiscal Data.

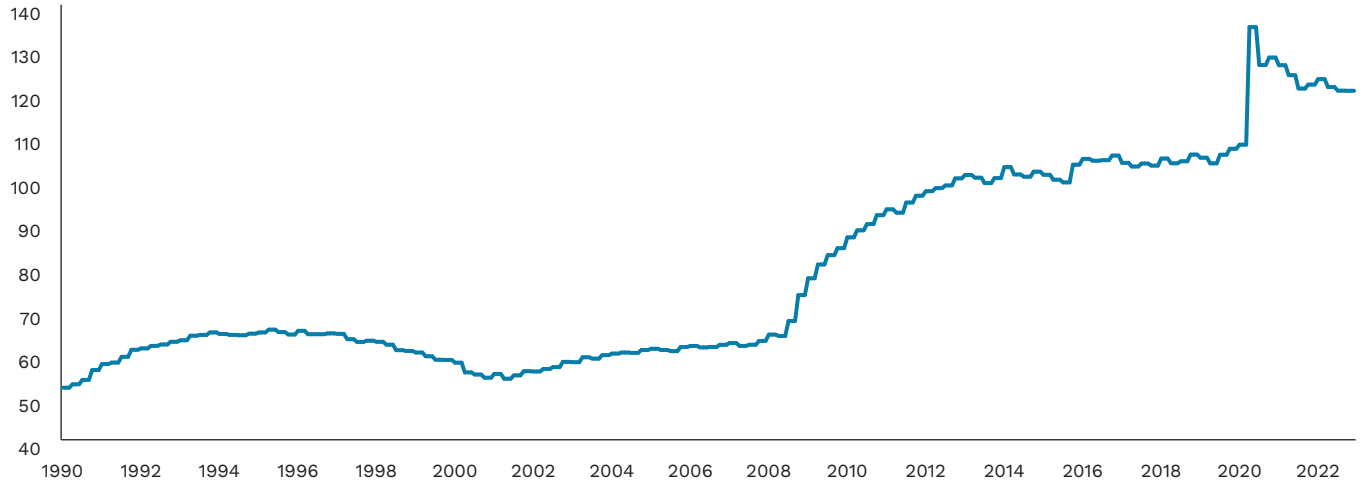
o 0,6 pkt. proc.

spadłoby PKB USA na skutek niewypłacalności bez podniesienie pułapu zadłużenia

▶ **Niewypłacalność niosłaby za sobą szerokie konsekwencje rynkowe i gospodarcze.** Przekroczenie pułapu zadłużenia USA spowodowałoby zawieszenie sektora rządowego – zamknięte zostałyby wszelkie usługi publiczne, które nie mają krytycznego charakteru, np. przestałyby pracować instytucje kultury, natomiast nadal funkcjonowałaby wojsko i policja. Brak funkcjonowania administracji publicznej negatywnie odbiłby się zarówno na kondycji gospodarstwach domowych, jak i przedsiębiorcach. Niewykonanie zobowiązań przyczyniłoby się do gwałtownego wzrostu rentowności obligacji na rynkach finansowych.

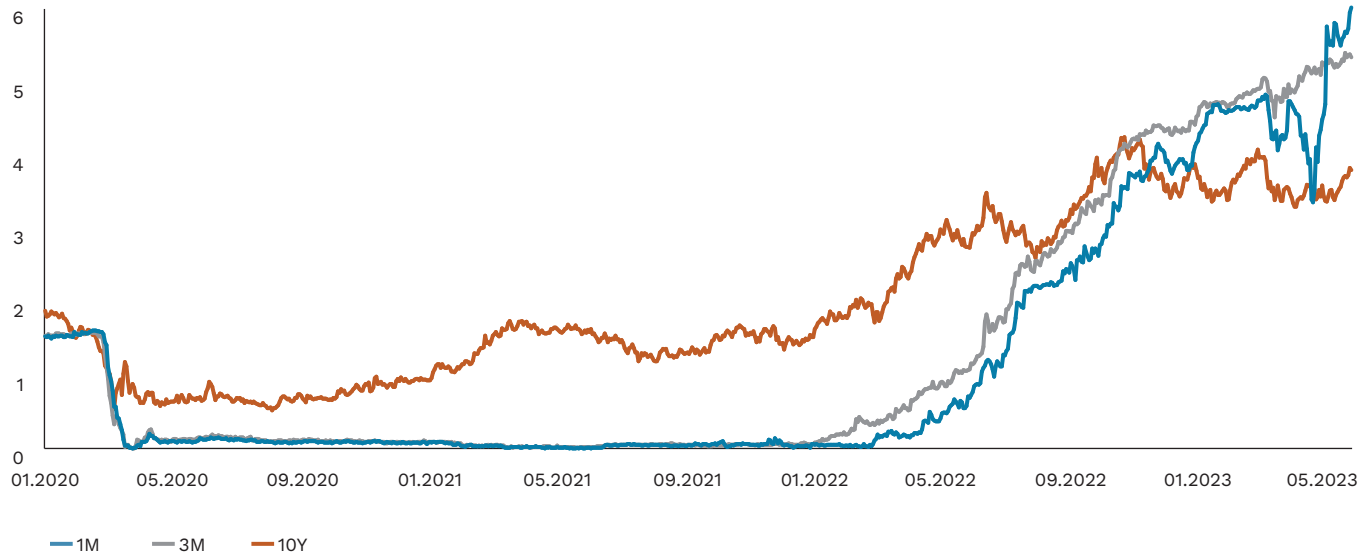
▶ Biuro Budżetowe Kongresu (CBO) szacuje, że zamknięcie sektora rządowego oznaczałoby wzrost bezrobocia o od 0,3 pkt. proc. w przypadku krótkotrwałej niewypłacalności do nawet 5 pkt. proc. w przypadku przeciągającego się impasu. Spadek PKB został oszacowany na 0,6 pkt. proc. przy krótkotrwałej niewypłacalności oraz 6,1 pkt. proc. przy długotrwałej (link).

Wykres 3.2. Zadłużenie USA jako proc. PKB



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych US Treasury.

Wykres 3.3. Rentowność amerykański obligacji skarbowych (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych UST.

▶ **Obawy o potencjalną niewypłacalność wpływały na rentowność krótkoterminowych obligacji.** Zbliżanie się do granic limitu oraz dyskusja o możliwym braku podniesienia pułapu zadłużenia zwiększa awersję do ryzyka, co powoduje spadek wyceny akcji oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych. Zmiany są szczególnie wysokie przy tenorach z niewielkim terminem zapadalności.

▶ **Kwestia limitu zadłużenia powróci za jakiś czas.** W przeszłości miały miejsce podobne kryzysy zadłużenia, jak na przykład w latach 2011 i 2013. Powodował je prosty fakt, że górna granica maksymalnego zadłużenia w USA jest określana nominalnie, a nie jako procent PKB. To sprawia, że wraz z inflacją rośnie prawdopodobieństwo wystąpienia podobnej sytuacji w przyszłości. To odmienna sytuacja niż przy podobnych ograniczeniach stosowanych w Europie, w których progi są automatycznie indeksowane.

USA głównym dostawcą LNG na lata

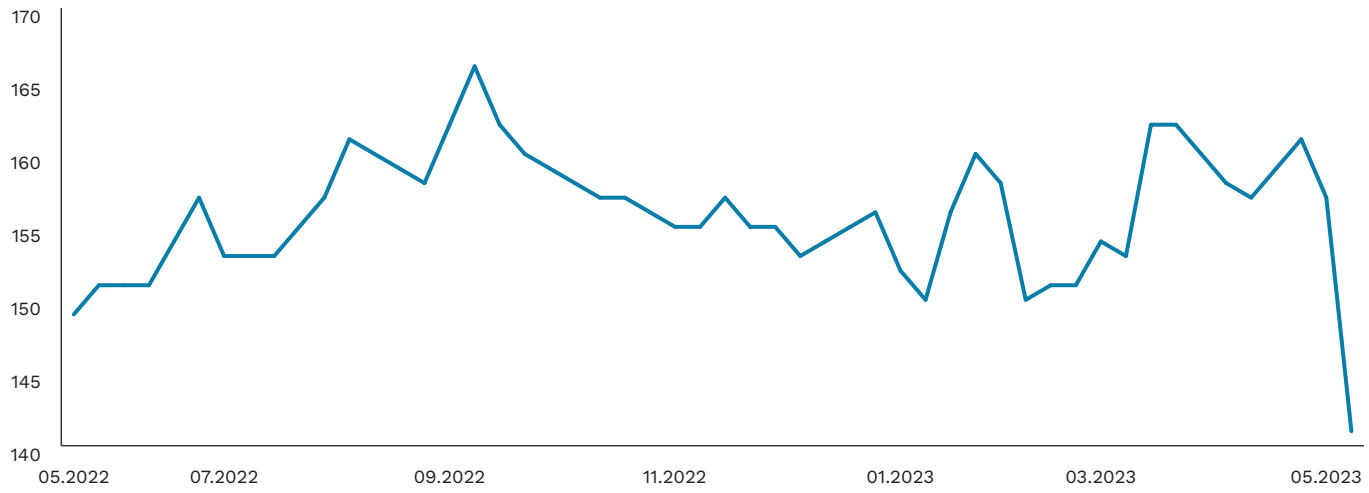
o 10 proc.

spadła liczba odwiertów gazowych w USA w drugim tygodniu maja 2023 r. – był to największy spadek od lutego 2016 r.

▶ USA były głównym eksporterem LNG na świecie w 2022 r. i wyprzedziły Katar. Jednym z głównych odbiorców amerykańskiego gazu jest Unia Europejska. Międzynarodowa Agencja Energetyczna twierdzi, że rynek LNG się zacieśnia i wzrost podaży może nie wystarczyć w zastąpieniu niedoboru rosyjskiego surowca w UE. Amerykańska Agencja ds. informacji o rynkach energetycznych EIA wskazuje jednak na dalszy wzrost eksportu LNG z USA.

▶ **Rynek gazu jest zmienny, ale będzie rosnąć w najbliższej dekadzie.** Wraz ze spadkiem cen gazu, surowiec ten stał się tańszą alternatywą dla węgla – od początku marca wytwórcy energii elektrycznej w USA spalali średnio 0,84 mld m³ gazu dziennie, czyli o 14 proc. więcej w porównaniu z marcem 2022 r. Jednocześnie liczba odwiertów poszukujących gazu ziemnego spadła w USA w drugim tygodniu maja 2023 r. o ponad 10 proc. – do 141 i był to największy tygodniowy spadek od 7 lat. Sytuacja USA nie wpływa jednak znacznie na długoterminowe plany dotyczące eksportu LNG. Rynek ten będzie rosnąć – przewiduje się, że **do 2027 r. liczba statków przewożących LNG przewyższy liczbę największych tankowców wykorzystywanych do transportu ropy naftowej.** W 2022 r. było 625 statków LNG w porównaniu do 849 tankowców VLCC – w 2027 r. będzie ich odpowiednio 907 i 903.

Wykres 4.1. Liczba aktywnych odwiertów gazowych w USA



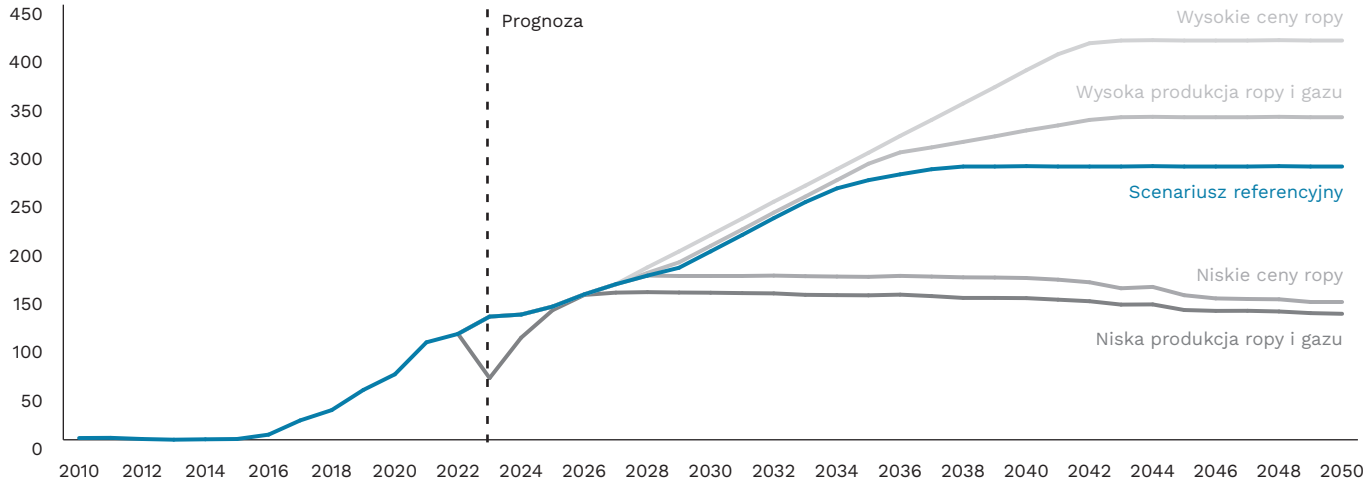
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Baker Hughes.

o 117 proc.

-wzrośnie eksport LNG z USA w latach 2023-2035 – wg prognozy EIA

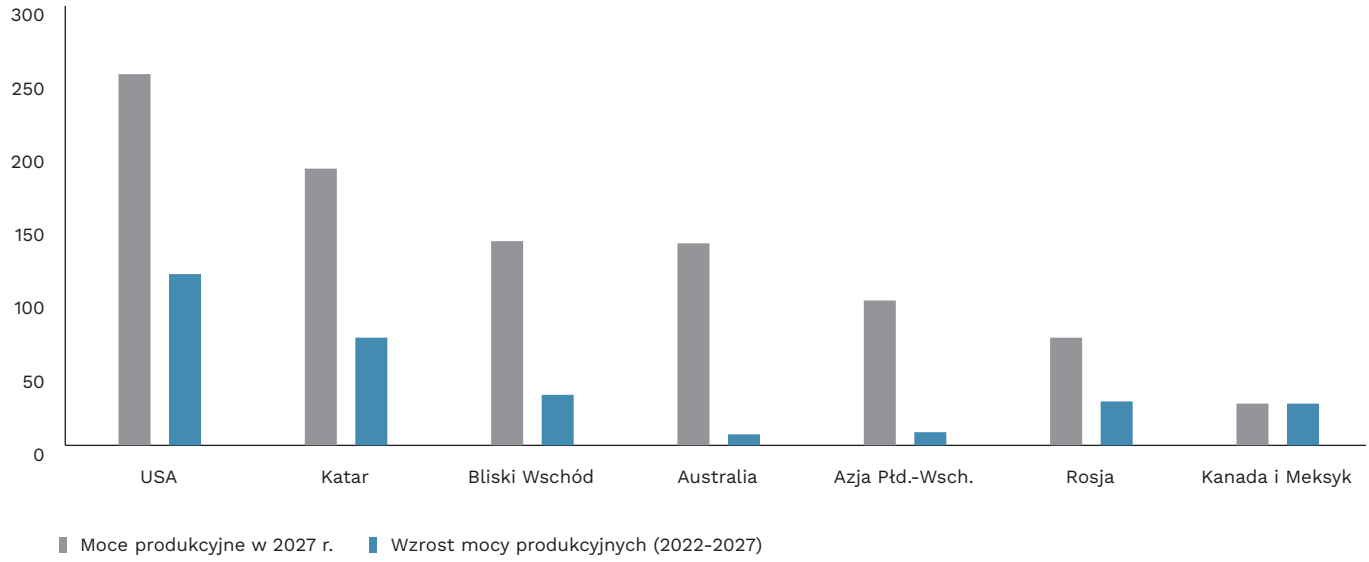
▶ **USA umacniają swoją pozycję globalnego lidera eksportu LNG.** W 2022 r. eksport amerykańskiego LNG wzrósł o 8 proc. do 0,3 mld m³, co pozwoliło wyprzedzić Katar i pozostać tuż za Australią. Agencja Bloomberga informuje, że dostawy ze Stanów wzrosły w kwietniu do ponad 11 mld m³, co jest globalnie najwyższym miesięcznym wynikiem w historii. Kolejne rynki zwracają się ku amerykańskiemu LNG, aby zwiększyć bezpieczeństwo energetyczne. Nowymi klientami są państwa azjatyckie, np. Korea Płd. zakontraktowała 0,55 mld m³ LNG rocznie od 2027 r. przez dwie dekady. EIA prognozuje znaczny wzrost całkowitego eksportu LNG z USA z ok. 127 mld m³ w 2023 r. do ok. 275 mld m³ w 2035 r. (o 116 proc.). Dzięki inwestycjom w USA, rośnie globalna podaż LNG, a nabywcy, włącznie z UE, mogą wynegocjować niższe ceny dostaw.

Wykres 4.2. Eksport amerykańskiego LNG w latach 2010-2050 w różnych scenariuszach (w mld m³)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EIA.

Wykres 4.3. Prognoza rocznych globalnych mocy produkcyjnych LNG do 2027 r. (w mld m³)



Uwaga: moce produkcyjne zostały przeliczone na podstawie współczynników konwersji BP.
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BNEF.

o 86 proc.

wzrosną moce produkcyjne LNG w USA w latach 2022-2027

▶ **Produkcja gazu w USA wyniesie w 2027 r. ponad 250 mld m³ rocznie, czyli prawie o 120 mld m³ więcej niż w 2022 r.** Zgodnie z obecnymi planami, w Australii nie zostaną uruchomione nowe moce produkcyjne LNG przed 2026 r., a w Katarze przed 2025 r. Obecne amerykańskie inwestycje zwiększają konkurencyjność USA jako światowego lidera na rynku LNG, ponieważ w związku z niedoborem gazu w UE, spowodowanym embargiem na rosyjskie surowce i rosnącym globalnym zapotrzebowaniem, dostawy potrzebne są w najbliższym czasie, zanim powstaną nowe moce produkcyjne w Australii czy Katarze. W 2022 r. ok. 70 proc. amerykańskiego eksportu LNG trafiło do Europy, ponieważ spedytorzy przekierowali ładunki z Azji. Według ECFR, UE i kraje unijne podpisały już 13 umów z USA w różnych kontraktach długoterminowych (5-20-letnie). **Polska sprowadzi z USA ponad 5,5 mld m³ LNG rocznie w ramach dwóch umów na lata 2023-2047 i 2027-2046.**

Dyskusja: Bilans handlowy USA. Skutki dla polityki gospodarczej

▶ Od ponad 40 lat bilans handlowy USA pozostaje w deficycie, co staje się coraz bardziej niepokojące. Głównym zagrożeniem jest nierównowaga między krajową stopą oszczędności a inwestycjami w amerykańskiej gospodarce. Deficyt w handlu międzynarodowym może prowadzić do powiększania się deficytu budżetowego i na odwrót (tzw. *twin deficit*).

▶ **Amerykański ekonomista Martin Feldstein wskazywał, że głównym zagrożeniem są małe oszczędności obywateli USA.** Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) wskazuje, że stopa oszczędności w Stanach Zjednoczonych przez ostatnie 20 lat była średnio niższa prawie o 3 pkt. proc. niż stopa inwestycji. Powoduje to konieczność importowania dóbr i usług dla zapewnienia inwestycji. Feldstein podkreśla, że zmniejszenie deficytu zależy tylko od polityki wewnętrznej – zapotrzebowanie na walutę amerykańską za granicą nie wpływa znacząco na bilans handlowy.

▶ **Systematyczny deficyt w handlu jest niebezpieczny przy rekordowym długu publicznym w USA.** Ekspansywna polityka fiskalna i wzrost długu publicznego w Stanach Zjednoczonych może mieć znaczący wpływ na bilans handlowy. Większe nakłady na obronę oraz inne sektory gospodarki pobudzą inwestycje, co zwiększy import.

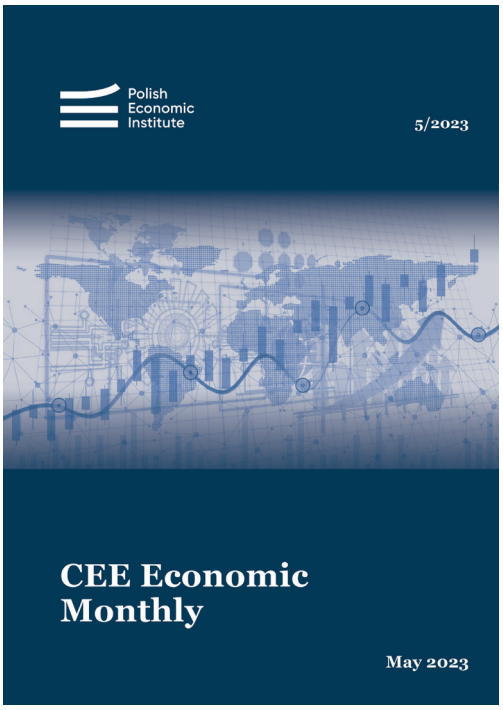
▶ **Analitycy Instytutu Petersona podkreślają, że USA może walczyć z deficytem stosując politykę tańszego dolara.** Mniejsza wartość amerykańskiej waluty zachęciłaby do eksportu, co z kolei poprawiłoby sytuację. Wymaga to jednak większego otwarcia na rynki międzynarodowe, w tym na największego partnera handlowego Stanów Zjednoczonych – Chiny. W 2021 r. łączny deficyt handlowy z Chinami wyniósł 379 mld USD albo 34,4 proc. całkowitego deficytu handlowego USA. Takie działanie oznacza jednak konflikt. Instytut Petersona wskazuje jednak, że dotychczas wojna handlowa z Państwem Środka nie doprowadziła do zmian w łańcuchach dostaw, a USA raczej ponosiły straty.

▶ **Jednak nie wszyscy ekonomiści widzą zagrożenie w rosnącym zadłużeniu USA.** Michael Froman, były przedstawiciel handlowy USA, wskazuje, że patrzenie na saldo handlu towarami jest błędne, gdyż należy uwzględniać handel usługami – ewolucję przedstawia np. St Louis Fed. Poza tym badacze z Roosevelt Institute (2016) podkreślają, że wyjątkowa rola gospodarki USA i dolara jako globalnej waluty rezerwowej sprawia, że amerykański deficyt handlowy jest kluczowy dla światowej stabilności ekonomicznej – pobudza globalny popyt dzięki niskim kosztom zagranicznego finansowania. Przejście do nadwyżki handlowej USA mogłoby obniżyć globalny wzrost i zwiększyć niestabilność gospodarczą.

▶ **Pozycja dolara jako międzynarodowej waluty rozrachunkowej stanowi zabezpieczenie dla Stanów Zjednoczonych.** Zdaniem niektórych ekonomistów, USA nie muszą się martwić ujemnym saldem bilansu handlowego, dopóki amerykańska waluta pozostaje dominującą walutą światową. MFW wskazuje, że około 57 proc. międzynarodowych rezerw światowych jest przechowywana w dolarach.

Nasze inne publikacje

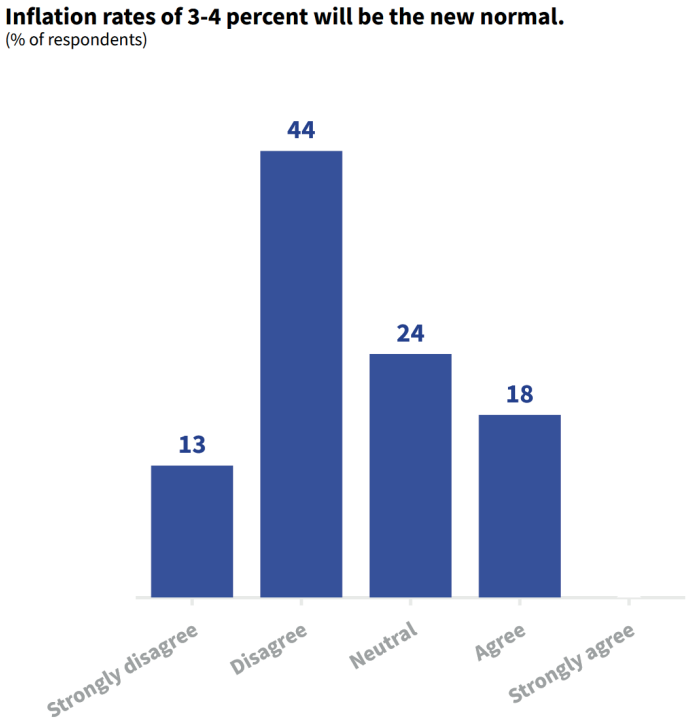
CEE Economic Monthly



- *CEE Economic Monthly* to miesięcznik poświęcony analizom porównawczym gospodarek państw Grupy Wyszehradzkiej oraz Unii Europejskiej.
- Raport zawiera analizy tematyczne dotyczące długoterminowych wyzwań stojących przed państwami regionu oraz pogłębione analizy dotyczące polityki gospodarczej w poszczególnych państwach.
- Publikacja przygotowywana jest w połowie miesiąca w języku angielskim.

Zapisz się do newslettera

European Economic Panel



- *European Economic Panel* to regularne badania sondażowe prowadzone wśród europejskich ekonomistów reprezentujących środowiska akademickie, think tanki oraz sektor finansowy we wszystkich państwach UE.
- Zagadnienia poruszane w panelu dotyczące najbardziej istotnych problemów funkcjonowania Unii Europejskiej.

Strona portalu

Obserwuj nas na Twitterze

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

Polski Instytut Ekonomiczny

Kontakt

Jakub Rybacki
Kierownik Zespołu Makroekonomii
jakub.rybacki@pie.net.pl
tel. 48 512 275 365