

Mity i realia wojny walutowej

7 lutego 2011

11 i 12 listopada 2010 r. w Seulu odbyło się spotkanie prezydentów i premierów państw należących do G20 (reprezentujących łącznie 90 proc. gospodarki światowej). Celem spotkania było zmniejszenie wielkich nierównowag gospodarczych i założenie podwalin pod „silny, trwały i zrównoważony wzrost”. Przede wszystkim pozwoliło ono uczestnikom wylać swoje żale, które świadczą o tym, jak bardzo kruchy jest światowy system walutowy.

Brazylijski minister finansów Guido Mantega – zaniepokojony aprecjacją reala w stosunku do amerykańskiego dolara i chińskiego juana – pierwszy zaczął bić na alarm, jeszcze we wrześniu, mówiąc o „wojnie walutowej”. Wkrótce wyrażenie to przejął dyrektor generalny Międzynarodowego Funduszu Walutowego Dominique Strauss-Kahn. Stwierdził mianowicie: „Traktuję bardzo poważnie groźbę wojny walutowej – nawet utajonej.” [1]

Ta „szokująca” formuła nawiązuje do Wielkiej Depresji lat trzydziestych, którą zaostrzyły konkurencyjne dewaluacje w poszkodowanych wówczas głównych gospodarkach. Od tego czasu międzynarodowa panorama walutowa uległa przeobrażeniom – liczba aktorów wzrosła, a reguły określono na nowo (patrz tekst w ramce). Chodzi jednak o to samo – wzrost gospodarczy i tworzenie miejsc pracy nadal zależą od polityk merkantylistycznych, które ułatwia deprecjacja własnej waluty [2]. Nadal obowiązuje wczorajsze spiżowe prawo: kraj, który ma słabą walutę, łatwiej eksportuje swoje wyroby, ponieważ one są tańsze.

Na międzynarodowej scenie walutowej rośnie gorączka. Zmasowana, lecz przelotna interwencja banku centralnego Japonii, mająca na celu osłabienie jena, we wrześniu br., selektywna kontrola kursów walutowych przy napływie kapitałów

w Brazylii i Tajlandii, przytłaczające poparcie w Izbie Reprezentantów Stanów Zjednoczonych dla ustawy o cłach na towary pochodzące z krajów, których waluty są rozmyślnie niedoszacowane (godzi to bezpośrednio w Chiny), zmasowany zastrzyk płynności do gospodarki amerykańskiej, dokonany przez System Rezerwy Federalnej i pociągający za sobą spadek kursu dolara itd. – to były strzały ostrzegawcze. Każdy aktor potajemnie pragnie dysponować słabą walutą, aby dzięki niej ożywić gospodarkę. Jest to jednak gra o sumie zerowej: dewaluacja dokonana przez jednego z graczy u innych powoduje rewaluację. Czyżby wybuchła „wojna walutowa”?

W latach 1944-1971 porozumienia z Bretton Woods stworzyły „nowy ład walutowy” mający uchronić świat przed kryzysami, które go rozdzierały w okresie międzywojennym. Utworzono Międzynarodowy Fundusz Walutowy, którego zadaniem było zgranie – przy współpracy banków centralnych – międzynarodowego systemu walutowego. Kursy walut zakotwiczone w dolarze, który z kolei indeksowano złotem (po kursie 35 dolarów za uncję). Wszelkie ponad jednoprocentowe odstępstwo jakiejś waluty od parytetu dolara i złota powodowało interwencję banku centralnego danego państwa. Oczywiście, w całej tej budowlinie zabrakło szczelin: głównie chodziło o dewaluacje – konieczne dopasowania do względnej wartości walut w celu zapewnienia trwałości tego systemu poprzez przywracanie równowagi bilansów płatniczych.

Od 1958 r. główne państwa należące do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) znosiły kontrole kursów walutowych przy operacjach handlowych (importcie czy eksporcie towarów i usług) utrzymując jednocześnie kontrolę nad ruchami kapitałów: długotrwały wzrost przeobraził międzynarodowy krajobraz gospodarczy i wymyślony po wojnie system walutowy okazał się przestarzały.

W 1971 r. Stany Zjednoczone jednostronnie zawiesiły wymienialność dolara na złoto po 35 dolarów za uncję [3], nadając w ten sposób oficjalny charakter dewaluacji

„zielonych”. Z kolei główne kraje uprzemysłowione pozwoliły „falować” kursom walutowym zgodnie z popytem i podażą: nie określały już ich banki, lecz rynek walutowy. Mówiło się jednak o „brudnym falowaniu”, ponieważ banki masowo interweniowały wpływając na kursy. Stopniowe uelastycznienie kontroli kursów skłoniło banki do rezygnacji z absolutnego panowania nad kursami.

Tak czy inaczej, nie miały wyboru. Ich ulubiony oręż – rezerwy walutowe – to dziś zaledwie kropla w morzu rynku dewizowego, na którym codzienne przepływy przekraczają 4 biliony dolarów, to znaczy, w praktyce, pięciokrotność zasobów nagromadzonych we wszystkich rezerwach dewizowych banków centralnych strefy euro. Niespełna 5 proc. codziennych transakcji na tym rynku przypada na operacje handlowe, a 95 proc. – na ruchy kapitałów spekulacyjnych. W tych warunkach bank centralny nie może odwrócić tendencji (hossy czy bessy).

W najlepszym razie bank ten może spowołnić aprecjację swojej waluty masowo gromadząc dolary. To właśnie od dawna obserwuje się w Azji: wczoraj czyniła to Japonia (gromadząc ponad bilion dolarów w rezerwie walutowej), a dziś czynią to Chiny (ponad 2,5 biliona dolarów), którym depczą po piętach Korea Południowa, Tajwan, Hongkong, Singapur i Malezja. Prawdą jest, że kraje wschodzące – BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny), Meksyk, Tajlandia, Indonezja i Republika Południowej Afryki – nadal ograniczają ruchy kapitałów i w ten sposób zachowują minimum kontroli nad kursami swoich walut, ale słabnie ona w miarę postępów liberalizacji rynków.

Jeśli rzeczywiście toczy się już wojna walutowa, to wypowiedzeniem jej była w latach dziewięćdziesiątych decyzja Chin o zakotwiczeniu juana w dolarze. Chodziło o to, aby uniemożliwić aprecjację juana, która pochłonięłaby chińską nadwyżkę handlową [4]. W tym czasie gospodarka chińska przeżywała rozruch. Jej rekordowa roczna stopa wzrostu (10-12 proc.) korzystała z eksplozji chińskiego eksportu stymulowanego z kolei przez delokalizacje przeprowadzane przez

amerykańskie, japońskie i europejskie firmy wielonarodowe oraz przez zlecane przez nie podwykonawstwa. W symetrycznym ruchu chińska nadwyżka handlowa rosła w miarę pogłębiania się deficytu Stanów Zjednoczonych – zjawisko to przełożyło się na coraz większą akumulację dolarów w Chinach, które inwestowały je na szeroką skalę w amerykańskie bony skarbowe.

Chiny utrzymują więc sztucznie kurs juana, który w coraz mniejszym stopniu równoważy dochód z eksportu kosztem importu. Innymi słowy, dotują swój eksport nakładając wysokie cła na produkty zagraniczne. Praktyka ta skłoniła już Stany Zjednoczone i Unię Europejską do zażądania rewaluacji juana z 30 do 40 proc. Władze chińskie odpierają to żądanie argumentując, że taka decyzja skazałaby wiele chińskich przedsiębiorstw na bankructwo oraz spowodowałaby wzrost bezrobocia i zaburzenia społeczne, czego boją się one bardziej niż niezadowolenia partnerów gospodarczych. Niedawno Chiny potępiły amerykański luz w sferze fiskalnej i pieniężnej zarzucając Stanom Zjednoczonym, że to one spowodowały nierównowagę, która powoduje wstrząsy w gospodarce światowej.

Partnerzy handlowi Chin mogą wziąć odwet nakładając wysokie cła na towary importowane z tego kraju. Gdyby do tego doszło, wojna walutowa zamieniłaby się w wojnę handlową. Scenariusz ten wcale nie jest nieprawdopodobny w kontekście anemicznego ożywienia gospodarczego i w sytuacji, gdy przeżyły się tradycyjne polityki ożywiania gospodarki – takie, jak obniżka podstawowych stóp procentowych banku centralnego, której towarzyszą deficyty budżetowe.

Chiny zmieniają jednak krok po kroku swoją politykę walutową. Eksperymentują również z umiędzynarodowieniem juana pozwalając na emisję za granicą obligacji denominowanych w tej walucie. To jeden ze zwiastunów czy jedna z przepowiedni stopniowego demontażu kontroli kursów walutowych, którego domagają się Stany Zjednoczone: juan będzie „pływał” z większą swobodą i stopniowo ulegał aprecjacji w stosunku do „zielonych”.

Tymczasem, obok tej pierwszej osi dość klasycznego konfliktu między Chinami a resztą świata, wokół zjawiska ekspansji nieuchwytej armii spekulantów – carry traders – zarysowuje się druga oś.

Jak widzieliśmy, gubernatorzy banków centralnych państw OECD oddali swoją władzę, która sprawowali nad kursami walutowych, nie podlegającym niczyjej kontroli legionom administratorów funduszy emerytalnych, banków komercyjnych i funduszy spekulacyjnych, przy czym nie należy zapominać o legendarnej pani Watanabe – metaforze japońskiej gospodyni domowej często odpowiedzialnej za zarządzanie rodzinnymi oszczędnościami. Zalewający rynki walutowe carry traders wysadzają w powietrze sztuczne zapory kursów walutowych, których bronią banki centralne. Korzystając z luk wydajności występujących między różnymi rodzajami aktywów, zadłużają się w walutach niskooprocentowanych (zwanym „walutami finansującymi”), a jednocześnie inwestują w walutach wysokooprocentowanych (zwanym carry) kupując instrumenty finansowe o potencjalnie wysokiej stopie zwrotu. Na początku XXI w., kiedy to w Japonii stopy wzrostu były bliskie zera, osoby prywatne, takie, jak wspomniana pani Watanabe, zaczęły inwestować swoje oszczędności w brytyjskich czy australijskich bonach skarbowych, które oferowały wówczas wydajność rzędu 5-8 proc. Ten rodzaj arbitrażu, zyskowny dopóki w okresie inwestycyjnym kurs waluty jest stały, staje się szczególnie owocny, gdy wydajność bonów skarbowych dubluje aprecjacja waluty docelowej w stosunku do waluty źródłowej.

Carry trade zdomawia się obecnie w tych krajach, w których krótkoterminowe stopy stały się niemal zerowe – w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii czy strefie euro. Celuje w kraje wschodzące, takie jak Brazylia, Turcja czy RPA, które oferują wysokie stopy wydajności. Zjawisko to, korzystając z praw spekulacji, podlega samozasilaniu: nakręca aprecjację walut docelowych i deprecjację walut źródłowych. W obliczu tej fali zalewającej rynki walutowe banki centralne są bezbronne.

Najnowszy epizod tej z góry przegranej wojny to interwencja japońskiego banku centralnego, który we wrześniu br. w ciągu kilku godzin zaangażował 24 miliardy dolarów usiłując doprowadzić do deprecjacji jena. Bezskutecznie.

Kraje wschodzące, które są na celowniku carry traders, zaalarmowane nadszacowaniem swoich walut, wykorzystują kontrolę kursów do złagodzenia konkurencyjnego upośledzenia, na które skazany jest przemysł w krajach cierpiących na wysokie oprocentowanie waluty. Stany Zjednoczone i Wielka Brytania puszczają w ruch swoje maszynki do drukowania pieniędzy (sięga się dziś po ten stary sposób opatrując go nową, barokową nazwą quantitative easing – luzowania ilościowego), aby zaradzić swoim deficytom budżetowym i handlowym. Jeśli chodzi o kraje strefy euro, to one cierpliwie czekają: przyczepiły swoje wagony do niemieckiej lokomotywy i podporządkowały swoje gospodarki euro, które tym bardziej drożeje, im bardziej Europejski Bank Centralny ulega obsesji zagrożenia inflacyjnego, gdy tymczasem kraje peryferyjne (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) czekają na osłabienie euro, które ich gospodarkom przywróciłoby konkurencyjność [5]. Każdy, oczekując, że widmo wojny walutowej się rozwieje, sięga po taką broń, jaką ma jeszcze na podorędziu, nie troszcząc się zbytnio o innych.

AKTORZY I ARSENAŁY (ANEKS)

Aktorzy. Z jednej strony główne kraje rozwinięte, należące do OECD, z Japonią i Stanami Zjednoczonymi na czele, cierpiące na anemiczny wzrost gospodarczy (poniżej 2,5 proc. rocznie). Z drugiej strony kraje zwane wschodzącymi, które wykazują się wysokim wzrostem (5-10 proc. rocznie) – w pierwszym szeregu Chiny, które ściągnęły na siebie gromy wszystkich swoich partnerów handlowych. Wyróżniają się dwie podgrupy: superzadłużone kraje strefy euro (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) oraz główne kraje wschodzące (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny).

Reguły gry. W większości krajów OECD kursy walutowe są płynne, to znaczy są wynikiem gry sił rynkowych, a więc ustalają je relacje popytu i podaży, bez ingerencji banku centralnego. W krajach wschodzących kursy te podlegają daleko idącym manipulacjom. Chiny kierują się swoimi własnymi zasadami: obowiązuje tam ścisła kontrola rynku walutowego i stały kurs zasadniczo zakotwiczony w dolarze.

Arsenały. Rezerwy w złocie i dewizach pozwalają bankom centralnym interweniować na rynku walutowym w celu spowolnienia aprecjacji lub deprecjacji własnej waluty (odpowiednio kupując i sprzedając dolary) [6]. Oręż ten jest skuteczny wtedy, gdy zachowuje się co najmniej częściową kontrolę kursów walutowych – jak to dzieje się w przypadku takich krajów wschodzących, jak Indie czy Brazylia.

W krajach, w których nie ma kontroli kursów walutowych (główne kraje OECD), interwencja banku centralnego na rynku walutowym często jest bezskuteczna, ponieważ uruchomione w tym celu rezerwy natychmiast porywa wir rynku walutowego.

Pozostaje wreszcie „luzowanie ilościowe”, którym w 2009 r. posłużyli się laburzyści w Wielkiej Brytanii i które dziś jest bardzo modne w Stanach Zjednoczonych. Po prostu polega na puszczaniu w ruch maszynki do drukowania pieniędzy. Bank federalny, kupując obligacje, dostarcza płynności bankom komercyjnym, tak, aby z kolei mogły one pożyczać pieniądze przedsiębiorstwom [7]. Zwolennicy tego rozwiązania, które jest ostatnią deską ratunku – trzeba chwytać się jej nieuchronnie, gdy podstawowe stopy procentowe zbliżają się do zera – uważają, że napędza ono działalność gospodarczą zachęcając banki do ożywienia polityki pożyczkowej. Luzowanie ilościowe jest również korzystne z innego względu – co prawda tylko pośrednio, ale za to korzyść, która z niego płynie, jest poważna w kontekście wojny walutowej: proces ten powoduje inflację, a tym samym pociąga za sobą deprecjację waluty. Innym pośrednim skutkiem luzowania ilościowego jest to, że emitowanych płynności nie inwestuje się jedynie w aparacie

produkcyjnym. Duża ich część kieruje się do krajów wschodzących (np. Brazylii czy RPA), gdzie korzystają one z wysokich stóp procentowych, a także z aprecjacji walut tych krajów (carry trade). Tak więc, inwestor zaciągający pożyczkę oprocentowaną w Stanach Zjednoczonych blisko zera może ulokować swoje pieniądze w brazylijskich bonach skarbowych. Jeśli tak postąpi, skorzysta na jednej z najwyższych na świecie realnych stóp procentowych (prawie 6 proc. w sierpniu 2010 r.), podwyższonej o aprecjację brazylijskiego reala w stosunku do amerykańskiego dolara (+34 proc. w 2009 r.).

Autor: Laurent L. Jacques

Tłumaczenie: Zbigniew Marcin Kowalewski

Źródło: [Le Monde diplomatique](#)

O AUTORZE

Laurent L. Jacques – profesor we Fletcher School, Tufts University w Bedford (stan Massachusetts, USA) i w Grupie Szkół Wyższych Studiów Handlowych (Groupe HEC) w Jouy-en-Josas (Francja), autor *Global Derivative Debacles: From Theory to Malpractice* (2010).

PRZYPISY

[1] Wywiad dla Le Monde, 7 października 2010 r.

[2] Polityka merkantylistyczna faworyzuje eksport. Patrz T. van Treeck, „Victoire e la Pyrrhus pour l'économie allemande”, *Le Monde diplomatique*, wrzesień 2010 r.

[3] Dziś cena złota jest bliska 1500 dolarom za uncję.

[4] Patrz I. Warde, „Le sort du dollar se joue à Pékin”, *Le Monde diplomatique*, marzec 2005 r.

[5] Patrz L.L. Jacques, „Anniversaire en demi-teinte pour l'euro”, *Le Monde diplomatique*, luty 2009 r.

[6] Dolar to główna dewiza w rezerwach banków centralnych,

nawet jeśli coraz częściej używa się euro i jena.

[7] Te masowe zakupy obligacji obniżają obligacyjne stopy wydajności, a to na ich podstawie kalkuluje się stopy procentowe, do których mogą pretendować osoby prywatne: zakupy te pobudzają długoterminowe pożyczki (głównie na zakup mieszkań lub samochodów). Długoterminowa obniżka stóp procentowych odciąga ciułaczy od mało rentownych obligacji i kieruje ich na giełdę. Promotorzy luzowania ilościowego stawiają na „bezbłędne koło”: ich zdaniem wyżka notowań na giełdzie uzdrowiłaby klimat gospodarczy i zachęciłaby do konsumpcji, a wraz z ożywieniem obrotów przedsiębiorstwa zaczęłyby zwiększać zatrudnienie.