

Przemysław Jelonek

WOJNY WALUTOWE

Wprowadzenie

Podobnie jak w dziedzinie politycznej i geopolitycznej państwa starają się o zdobycie przewagi nad rywalami powszechnie znanymi metodami, tak w sferze ekonomii jedyną skuteczną odpowiedzią na obecną sytuację zdaje się powrót do złoto standardu i oparcie własnej waluty na złocie. W sposób oczywisty zmieniłoby to całkowicie globalny układ sił, wpływając nawet na tendencje i kierunki handlu międzynarodowego. Aby jednak móc ów plan zrealizować, potrzebne jest długofalowe działanie, wola polityczna elit rządzących i korzystne uwarunkowania danego państwa, wspomagające determinację do realizacji tego przedsięwzięcia – jakkolwiek na dzień dzisiejszy wydaje się to wciąż odległą perspektywą, to może ona zaskoczyć społeczność międzynarodową.

Poszczególne kraje i regiony są bardzo zróżnicowane pod względem gospodarczym i finansowym. Różnice te pogłębił jeszcze kryzys, odciskając swoje piętno na decyzjach władz monetarnych poszczególnych państw. Skutki kryzysu stają się coraz bardziej odczuwalne, a posunięcia poszczególnych rządów nie pozostają bez znaczenia dla pozostałych państw.

W ramach studiów literaturowych (*desk research*) dokonano przeglądu kilkudziesięciu pozycji, w tym polsko- i anglojęzycznych artykułów oraz zwartych opracowań książkowych. Przeprowadzona synteza literatury miała na celu skonkretyzowanie dwóch aspektów zawartych w artykule, a więc: architektury i możliwych przemian w efekcie dostosowań pokryzysowych oraz możliwości zapobiegania kryzysom walutowym, stanowiących przykład zmiany w podejściu do prowadzonej polityki makroekonomicznej w reakcji na kryzys.

1. Definicja i narzędzia prowadzenia wojen walutowych

Termin „wojny walutowe” w ostatnim czasie robi zawrotną karierę. Sformułowany przez brazylijskiego ministra finansów określa działania państw, które przez politykę monetarną usiłują zmienić warunki wolnej konkurencji na korzyść rodzimych przedsiębiorstw kosztem ich zagranicznych konkurentów, ale także własnych obywateli. Głównymi aktorami tej militarno-finansowej sceny są władze Stanów Zjednoczonych, Chin, Japonii i Brazylii, jak również Wielkiej Brytanii i krajów strefy euro, a nawet neutralnej Szwajcarii. Wojna walutowa to zjawisko pozornie nielogiczne. Prowadzące ją państwa zaczynają bowiem ścigać się o to, któremu z nich uda się bardziej podminować i osłabić własną walutę. Im skuteczniej podważy się zaufanie do własnego pieniądza, im bardziej da się przestraszyć inwestorów, im silniej podsyci obawy co do groźby inflacji i utraty wartości przez pieniądź – tym większy osiąga się sukces. Chyba że przeciwnik okaże się jeszcze sprytniejszy i zdoła przekonać, że przed jego walutą rysują się jeszcze gorsze perspektywy.

Światowy kryzys finansowy trwa już szósty rok. Dotknął niemal w całości Europę, nadal gnębi Amerykę, rujnuje nadzieje gospodarcze wiązane do niedawna z Azją. Przez ostatnie kilka lat organizacjom międzynarodowym, bankom centralnym i rządowi najważniejszych państw udało się uniknąć najgorszego, w postaci bankructwa dużej części międzynarodowego systemu finansowego, ale niewykluczone, że to tylko odroczenie wyroku. Świat, w tym także Polskę, czekają kolejne trudne lata. Nasilenie od końca września 2010 r. dyskusji na temat tzw. wojny walutowej jest przejawem zachodzących od momentu wybuchu kryzysu zmian w podejściu do obowiązujących paradygmatów w zakresie instrumentarium polityki fiskalnej, monetarnej i regulacyjnej. Skala i przebieg załamania gospodarczego przyczyniły się do zmiany spojrzenia na sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej kształtowany w wyniku tzw. *Great Moderation* („wielkie uspokojenie” – okres względnej stabilności makroekonomicznej) od połowy lat 80. XX w.

Głównym narzędziem prowadzenia wojen walutowych jest polityka pieniężna. Od czasu, kiedy pieniądź stracił swój związek ze złotem (a stało się to w czasie Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w., choć pewne elementy powiązania wartości dolara ze złotem przetrwały do początku lat 70.), jego wartość zależy głównie od tego, ile dane państwo wypuści go na rynek. Główne waluty dzisiejszego świata – dolar, euro, jen – to pieniądź papierowy, którego ilość można dowolnie kształtować. Zwiększa się ją, już nie dodrukowując banknoty, ale raczej przyciskając klawisz komputera otwierają-

jący nowe linie kredytowe dla rządów lub banków komercyjnych¹. Teza sformułowana na podstawie analizy literaturowej sugeruje, że wojny walutowe, przejawiające się dumpingiem kursowym (*currency depreciation*) bądź działaniami chroniącymi przed nadmierną i nieuzasadnioną aprecjacją (*competitive non-appreciation*), to z jednej strony element walki o wzrost gospodarczy, a z drugiej instrument ochrony rynku wewnętrznego. Intensywność działań interwencyjnych w zakresie polityki makroekonomicznej może przybierać na sile w przypadku pojawienia się trudności z pobudzeniem wzrostu gospodarek wysoko rozwiniętych i utrzymaniem napływu kapitału do gospodarek rozwijających się². Jeśli więc chcemy osłabić nasz pieniądz względem innych walut świata, to w dłuższej perspektywie wystarczy wypuścić go więcej na rynek. I czekać na efekty. Nie muszą one pojawiać się natychmiast, ale – generalnie rzecz biorąc – większa podaż waluty i podwyższona inflacja muszą spowodować spadek jej wartości w stosunku do innych walut. Oczywiście pod warunkiem, że inne państwa nie zareagowały na to analogicznym zwiększeniem emisji własnego pieniądza.

Na krótką metę wojnę walutową można też prowadzić przez bezpośrednie interwencje rynkowe. Skup przez bank centralny obcych walut z rynku powoduje wzrost ich ceny, a zatem w konsekwencji – osłabienie własnego pieniądza. Dzięki temu państwo, które konsekwentnie zwiększa własne rezerwy walutowe, może utrzymywać wartość swej waluty poniżej poziomu, który w normalnych warunkach ukształtowałby się na rynku, a to może również wywoływać efekty inflacyjne przez sztucznie drożejący import. Zarówno podstawowa wiedza ekonomiczna, jak i zwykły zdrowy rozsądek podpowiadają, że powinno być inaczej. Im mocniejszy, solidniejszy, bardziej odporny na wahania i inflację pieniądz, tym większe zachęty do oszczędzania i inwestowania, a więc lepsze perspektywy rozwoju. W normalnych czasach państwa starają się zrobić wszystko, by ich waluty były oparte na jak najtrwalszych podstawach. W tym celu odebrały rządowi prawo decyzji co do emisji pieniądza, przekazując je w ręce apolitycznych i niezależnych banków centralnych. W przypadku Unii Europejskiej poszły jeszcze dalej – utworzyły wspólny bank centralny, który powinien pozostawać poza wszelkimi narzędziami nacisku politycznego.

Dążenie do jak najbardziej solidnego pieniądza oraz jak najbardziej wiarygodnej polityki pieniężnej stało się pod koniec ubiegłego wieku jednym z podstawowych kanonów ekonomii. Jaki więc sens mają wojny walutowe? Rzecz w tym, że – jak to często bywa w ekonomii – gospodarka może reagować na różnorodne bodźce w nieco inny sposób w krótkiej, a w inny w długiej perspektywie. To prawda, że mocny

¹ Por. J. Pisani-Ferry, *La voie étroite de l'intelligence budgétaire*, „Le Monde” 23 April 2013.

² Por. N. Ferguson, *Currency wars are best fought quietly*, „Financial Times” 25 January 2013.

pieniądz może stanowić solidny fundament długookresowego rozwoju – czego przykładem są choćby Niemcy, które zbudowały potęgę gospodarczą na wzroście wydajności pracy i mocnej marce. Jednak w krótkiej perspektywie silny pieniądz to również zmartwienie. Oznacza on bowiem, że eksporterom coraz trudniej zachować konkurencyjność, a towary importowane stają się coraz tańsze. Państwa forsujące wzrost oparty na eksporcie – np. dzisiejsze Chiny – wolą zatem, by ich państwowa waluta pozostawała dość słaba, słabsza niż byłaby, gdyby pozwolić rynkowi na swobodną wycenę. W długiej perspektywie wzrost wartości waluty można by oczywiście skompensować dalszym wzrostem wydajności pracy, ale długi okres składa się z wielu krótkich – a w każdym z tych krótkich słaba waluta ma z punktu widzenia forsujących eksport polityków gospodarczych ogromne walory, a zbyt mocna może być uważana za zagrożenie. Ograniczanie problemu jedynie do wyboru między perspektywą krótkookresową i długookresową nie oddaje zresztą złożoności problemu. Można bowiem wskazać przykłady tego, że dopuszczenie do systematycznego zawyżania wartości waluty dało również długookresowy efekt w postaci spowolnienia rozwoju gospodarczego. Klasycznym przykładem może być tu Szwajcaria. W czasie wielkiej fali globalnej inflacji w latach 70. XX w. państwo to nie włączyło się do wojny walutowej i stosował konserwatywną politykę pieniężną, pozwalającą na utrzymanie znacznie niższej inflacji niż u sąsiadów. Efektem było jednak istotne wzmocnienie kursu franka wobec głównych walut świata, a w rezultacie trwałe straty w zakresie eksportu i wzrostu gospodarczego.

Od późnych lat 70. XX w. dominującym celem polityki makroekonomicznej było utrzymanie stabilnej inflacji gwarantującej jak najmniejszą lukę PKB. Głównymi instrumentami polityki pieniężnej były stopy procentowe i kontrola oczekiwań inflacyjnych. Zakładano, że stabilność cen sprzyja rozwojowi rynków finansowych, a większy i bardziej zintegrowany system finansowy wywiera pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy³. Polityka fiskalna miała znaczenie drugorzędne, ze względu na opóźnienia w implementacji jej instrumentów i skutki w sferze realnej. Działania dyskrecjonalne podejmowano, by łagodzić głębsze wstrząsy gospodarcze, a działania tzw. automatycznych stabilizatorów miały wygładzać wahania produkcji i konsumpcji w perspektywie cyklu koniunkturalnego. Taka kombinacja polityki makroekonomicznej w czasach „wielkiego uspokojenia”, w połączeniu z silnym zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych, pozwoliła dość sprawnie łagodzić występujące szoki⁴. W sytuacji braku silnych wstrząsów w światowym systemie gospodarczym cele infla-

³ A. Sławiński, *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, „*Ekonomista*” 2010, nr 2.

⁴ O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF SPN/10/03.

cyjne, ustalone w państwach uprzemysłowionych na poziomie ok. 2% średniego rocznego tempa wzrostu cen, były na ogół realizowane.

Kryzys wykazał jednak, że niska inflacja jest potrzebna, ale niewystarczająca do zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego, co stanowi punkt wyjścia do dyskusji na temat hierarchii celów banków centralnych. Wyrażna koncentracja na stabilności cen, jako podstawowym celu działalności banku centralnego, nie odzwierciedlała bowiem konieczności większej dbałości o stabilność systemów finansowych, przeciwdziałania powstawaniu baniek spekulacyjnych i inflacji na rynku aktywów⁵. Kryzys pokazał ponadto, że problem właściwego zarządzania stabilnością finansową sprowadza się również do monitorowania ryzyka w systemie finansowym, jego skali oraz lokalizacji. Podstawowe rekomendacje co do niezbędnych usprawnień wskazują na potrzebę wzmocnienia regulacji, zwiększenia ich elastyczności w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego oraz bardziej skoordynowanej współpracy transgranicznej między systemami regulacji i nadzoru⁶. Postępujące w wyniku kryzysu znaczne ograniczenie podaży finansowania oraz pogarszające się nastroje konsumentów i przedsiębiorców przyczyniły się do obniżenia wymiany handlowej, spadku PKB i skokowego wzrostu bezrobocia. W obliczu gwałtownego załamania podaży kapitału banki centralne podjęły działania mające zapewnić płynność oraz zwiększyć dbałość o rozwój gospodarczy⁷. Dokonano szybkich i głębokich cięć stóp procentowych, zwiększono płynność banków komercyjnych oraz zastosowano strategię ilościowego luzowania polityki pieniężnej – *credit* i *quantitative easing*. Poza tym banki centralne Szwajcarii, Wielkiej Brytanii, USA i Norwegii zadeklarowały i podjęły działania na rzecz osłabienia walut państwowych. Zasięg interwencji był bezprecedensowy zarówno w poszczególnych państwach, jak i w skali całej gospodarki światowej, co wynikało z dużej synchronizacji załamania na rynkach finansowych, a następnie w sferze realnej. Gwałtowność spadku PKB oraz fakt, że nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej miały ograniczony skutek, przyczyniły się do przywrócenia i wykorzystania na szeroką skalę narzędzi polityki fiskalnej. Dlatego kryzys uwypuklił potrzebę posiadania „przestrzeni fiskalnej”, którą należy wypracowywać w okresie dobrej koniunktury, przed wystąpieniem szoku. Tymczasem w wielu przypadkach polityka fiskalna była silnie procykliczna i nawet w okresie szybkiego rozwoju gospodarczego państwa odnotowywały wzrost deficytów budżetowych.

Wobec największego od drugiej wojny światowej załamania na rynkach finansowych oraz w sferze realnej globalnej gospodarki, a także ograniczonej skuteczności

⁵ O. Blanchard, *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, IMF, February 2009.

⁶ A. Sławiński, op.cit.

⁷ *Kryzys finansowy i gospodarczy. Implikacje dla integracji walutowej w Europie*, NBP, BISe, lipiec 2009.

standardowych i niestandardowych instrumentów polityki makroekonomicznej wzrosła presja na szersze wykorzystanie narzędzi polityki protekcjonistycznej. Ich podstawowa rola sprowadzała się do ochrony gospodarki przed negatywnym działaniem szoków zewnętrznych bądź amortyzowania ich negatywnego wpływu. Oceniając potencjalne scenariusze rozwoju wypadków zapoczątkowanych przed wybuchem kryzysu w 2007 r., często podkreślano, że działania obronne nie powinny osiągnąć rozmiarów tak dużych jak w latach 30. XX w., ze względu na zaawansowany proces liberalizacji handlu i inwestycji, rolę WTO (Światowej Organizacji Handlu) oraz wielość regionalnych porozumień integracyjnych i coraz lepszą koordynację działań w obrębie takich ciał jak G-7 i G-20. Przewidywano sięganie do bardziej miękkich instrumentów polityki ochrony rynku wewnętrznego.

2. Możliwości zapobiegania wojnom walutowym

W okresie Wielkiego Kryzysu nastąpiło znaczne podniesienie przeciętnego poziomu ceł, co z jednej strony sprzyjało ochronie państw przed zaburzeniami zewnętrznymi, a z drugiej stymulowało odbudowę wewnętrznego popytu. Niemniej jednak doświadczenia kryzysu lat 30. wskazują, że krótkookresowa użyteczność tych instrumentów dla poszczególnych państw przyniosła negatywne skutki dla całego systemu światowego handlu. W latach 1929–1933 wolumen handlu światowego zmniejszył się o 25%, a jedna trzecia tego spadku była efektem podwyższonych ograniczeń w handlu międzynarodowym⁸. Mimo postępującego po 1933 r. ożywienia gospodarczego wielkość handlu światowego osiągnęła poziom sprzed kryzysu dopiero pod koniec lat 30. Według opracowania *Trade and the Crisis: Protect or Recover*⁹ tempo liberalizacji światowego handlu wygasło już od połowy pierwszej dekady XXI w., co było m.in. skutkiem narastania globalnej nierównowagi¹⁰. W następstwie kryzysu zwiększył się zakres działań ochronnych rynków wewnętrznych. Zgodnie z wynikami analizy wykorzystującej dane Global Trade Alert na temat różnych form restrykcji handlowych wprowadzonych przez państwa w okresie od listopada 2008 r. do listopada 2009 r. negatywny wpływ 184 wprowadzonych

⁸ B. Eichengreen, D.A. Irwin, *The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?*, NBER Working Paper no. 15142, July 2009.

⁹ R. Gregory, Ch. Henn, B. McDonald, M. Saito, *Trade and the Crisis: Protect or Recover*, IMF SPN/10/07.

¹⁰ M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub, D. Taglioni, *Protectionist responses to the crisis: global trends and implications*, ECB Occasional Paper Series no. 110, May 2010.

ograniczeń był relatywnie duży w odniesieniu do nielicznych grup produktowych¹¹. Ich ogólny wpływ na handel pozostał niewielki – spowodował zmniejszenie handlu światowego o ok. 0,25%.

Niemniej jednak pogłębiające się problemy z pobudzeniem gospodarek i utrzymującym się wysokim bezrobociem mogą prowadzić do eskalacji podobnych działań jak w latach 30. XX w. Zobowiązania wynikające z członkostwa w WTO pozostawiają relatywnie dużą swobodę stosowania praktyk protekcjonistycznych. W wyniku szybko postępującej przed kryzysem liberalizacji państwa obniżały cła do poziomów znacznie niższych niż uzgodnione na szczycie WTO, co pozwala je teraz zwiększać. We wspólnym raporcie OECD, WTO i UNCTAD z marca 2010 r. wskazuje się na wzrost zastosowania instrumentów protekcjonistycznych, ale jednocześnie uspokaja, że ryzyko eskalacji konfliktów handlowych jest niewielkie. Obserwacja światowego systemu gospodarczego i walutowego zarówno przed kryzysem, jak i w jego trakcie pozwala wyróżnić co najmniej trzy źródła narastania napięć w międzynarodowym systemie walutowym.

Po pierwsze, niedowartościowanie renminbi było jedną z przyczyn akumulacji globalnej nierównowagi. Decyzję Chin o usztywnieniu kursu renminbi w lipcu 2008 r. można uznać za pierwszy krok w reakcji na kryzys, zmierzający do wykorzystania kursu jako narzędzia ochrony rynku wewnętrznego. Działanie to zatrzymało powolny proces aprecjacji kursu waluty chińskiej, zapoczątkowany w 2005 r. Mimo uelastycznienia renminbi w czerwcu 2010 r. i zezwolenia przez władze chińskie na jego niewielką aprecjację wielu ekspertów oraz przedstawicieli rządów państw wysoko rozwiniętych, ale też państw Azji Środkowo-Wschodniej uważa politykę kursową Chin za główną przyczynę narastania napięć na rynku walutowym. Szacunki dokonywane przez różne ośrodki badawcze wskazują na niedowartościowanie renminbi o ok. 20%. Po drugie, polityka pieniężna i fiskalna państw wysoko rozwiniętych, w szczególności USA, sprzyja nadpłynności w systemie finansowym i stymuluje poszukiwanie atrakcyjnych lokat na rynkach wschodzących. Realokacja kapitału z państw rozwiniętych do rozwijających się odzwierciedla zarówno czynniki strukturalne, przede wszystkim przeniesienie punktu ciężkości rozwoju gospodarczego z państw rozwiniętych do rozwijających się, jak i cykliczne, wśród których należy wymienić lepsze wyniki ekonomiczne gospodarek wschodzących, wyższe stopy procentowe na rynkach rozwijających się oraz lepsze perspektywy wzrostu. Dane MFW wskazują na konsekwentne zwiększanie się od 2003 r. przepływów kapitału portfelowego do państw wschodzących, przyciągających inwestycje wyższymi wskaźnikami wzrostu niż w gospodarkach zaawansowanych oraz większą rentownością aktywów.

¹¹ R. Gregory, Ch. Henn, B. McDonald, M. Saito, op.cit.

Po trzecie, przejawem ochrony przed nadmierną aprecjacją waluty państwowej stały się działania interwencyjne w postaci *competitive non-appreciation*. Można wyróżnić dwie grupy państw podejmujących interwencje przeciwdziałające nadmiernej aprecjacji. Pierwszą tworzą państwa rozwinięte, których waluty pełnią rolę tzw. bezpiecznej przystani w niepewnych czasach, drugą zaś gospodarki rozwijające się, które doświadczają napływu kapitału w warunkach globalnej nadpłynności systemu finansowego. W gronie państw uprzemysłowionych obrona przed nadmierną aprecjacją przybrała formę bezpośredniej interwencji w Szwajcarii, której gospodarka jako pierwsza w Europie musiała zmierzyć się z deflacją na początku 2009 r. Podejmowane od marca 2009 r. działania na rzecz osłabienia franka szwajcarskiego wynikają także z jego silnego umocnienia od momentu wystąpienia pierwszych symptomów kryzysu w drugiej połowie 2007 r. Ze względu na dużą płynność rynku oraz tradycję neutralności politycznej Szwajcarii frank szwajcarski uznawany jest za walutę *safe haven*, czyli taką, do której ucieka się w okresach wzmożonej awersji do ryzyka. Przykładem obrony przed presją aprecjacyjną jest również interwencja Banku Japonii z września 2010 r., mająca na celu osłabienie jena wobec dolara amerykańskiego.

Presji aprecjacyjnej poddawane są nie tylko waluty *safe haven*, lecz również waluty państw rozwijających się. Na podstawie badania przeprowadzonego przez Choi i Lee można sądzić, że środki uwolnione w wyniku antykryzysowego luzowania polityki pieniężnej po 2007 r. prawie w całości zostały zaabsorbowane przez gospodarki wschodzące, co przyczyniało się do zwiększania presji aprecjacyjnej na ich waluty. W obawie przed zwiększoną podażą dolara amerykańskiego niektóre państwa, np. Brazylia i Korea Południowa, wprowadziły (lub rozważają wprowadzenie) ograniczenia w przepływach kapitałowych, by uchronić gospodarki przed napływem kapitału spekulacyjnego. Brazylia, z powodu zwiększonego napływu kapitału, aprecjacji reala oraz zmniejszającej się konkurencyjności eksportu, zdecydowała w 2009 r. o wprowadzaniu podatku IOF¹² w wysokości 2%¹³ na zakup państwowych obligacji oraz akcji przez podmioty zagraniczne. Zamierzeniem brazylijskiego Ministerstwa Finansów było ograniczenie spekulacji na rynku kapitałowym i przeciwdziałanie dalszej aprecjacji reala. Wprowadzone ograniczenie w przepływach kapitałowych z zagranicy odniosło połowiczny skutek, ponieważ real przestał się umacniać wobec dolara, ale nadal umacnia się wobec euro¹⁴. Nałożenie podatku

¹² Z portugalskiego: *Imposto sobre Operações Financeiras* – podatek od operacji finansowych.

¹³ W Brazylii do października 2008 r. obowiązywał podatek w wysokości 1,5% w przypadku zakupu obligacji przez podmioty zagraniczne, który następnie na krótko zniesiono i ponownie wprowadzono w 2009 r.

¹⁴ IMF, *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*, World Economic and Financial Surveys, October 2010.

zmniejszyło przepływy na rynku akcji, nie wpłynęło zaś istotnie na zmniejszenie napływu kapitału na państwowy rynek obligacji. W październiku 2010 r. podatek IOF zwiększono do 4%¹⁵. Na początku października 2010 r. także Tajlandia wprowadziła dla zagranicznych inwestorów 15-procentowy podatek od dochodów kapitałowych z państwowych obligacji. W odpowiedzi na kolejną falę luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną oraz w wyniku listopadowego szczytu G-20 Ministerstwo Finansów Korei Południowej ogłosiło, że przygotowuje się do zastosowania środków mających na celu zmniejszenie zmienności przepływów kapitałowych z zagranicą. Będą to kolejne ograniczenia kapitałowe po wprowadzonych w czerwcu 2010 r. restrykcjach dotyczących bankowych transakcji na walutowym rynku instrumentów pochodnych¹⁶. Również Chiny rozważają wprowadzenie środków ograniczających napływ kapitału spekulacyjnego.

Przedstawione argumenty wskazują, że zmiana podejścia do instrumentów polityki makroekonomicznej dotyczyła również modelu prowadzenia polityki kursowej. Niezależnie od faktu, że skuteczność płynnych kursów walutowych w absorpcji szoków może być różna¹⁷, krótkookresowo deprecjacja walut stanowiła w pewnej mierze bufor zabezpieczający państwa przed nadmierną zmiennością eksportu¹⁸. Analiza skutków kryzysu dla państw Europy Środkowej i Wschodniej wskazuje, że płynne kursy mogły przyczynić się do łagodniejszego przebiegu kryzysu niż w państwach o kursach sztywnych¹⁹. Ponadto w następstwie dyskusji na temat korzyści i kosztów swobody przepływów kapitałowych, którą rozpoczęto w obfitujących w kryzysy finansowe latach 90., nastąpiła zmiana retoryki MFW w kwestii wykorzystania mechanizmu kursowego i kontroli przepływu kapitału. W dokumencie MFW podkreśla się, że mimo korzyści wynikających ze swobody przepływu kapitału płynne kursy walutowe niekiedy długotrwale odchylają się od stanu równowagi, który *de facto* również trudno wyznaczyć²⁰. W uzasadnionych przypadkach wprowadzenie kontroli kapitału bywa zatem pożądane do przeciwdziałania nadmiernemu umocnieniu waluty

¹⁵ S. Johnson, *Control on currencies 'doomed'*, „Financial Times” 17 October 2010.

¹⁶ I. Kamińska wskazuje, że między sierpniem i październikiem 2010 r. ok. 20 krajów z płynnymi kursami walutowymi zaimplementowało różnego rodzaju działania przeciwdziałające nadmiernej presji aprecjacyjnej. I. Kamińska, *25 interventions in one week band redux*, 13 October 2010, cyt. za: G. Tchorek, Z. Gromiec, K. Kuziemska, M. Nawrot, *Wybrane aspekty przemian w międzynarodowym systemie walutowym*, http://www.ce.uw.edu.pl/pliki/pw/3-2011_tchorek.pdf.

¹⁷ Płynny kurs walutowy może być również czynnikiem generującym szoki.

¹⁸ Pozytywny, stabilizujący efekt deprecjacji walut dla eksportu nie wyklucza negatywnego wpływu kanału kursowego w krajach o dużej roli zadłużenia zagranicznego w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Wówczas osłabienie walut prowadzi do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego.

¹⁹ EBC, *The Impact of the Financial Crisis on the Central and Eastern European Countries*, „Monthly Bulletin” 2010, May.

²⁰ J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhart, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF SPN/10/04.

bądź zbyt dużej zmienności kursu. Państwa o przewartościowanych walutach i napotykające presję aprecjacyjną mogą podejmować działania zapobiegające dalszemu wzmocnieniu walut w trosce o konkurencyjność. Zdolność i możliwość podjęcia działań ochronnych i interwencyjnych zależą jednak od kilku czynników.

Po pierwsze, zasadność dążenia do utrzymania kursu na danym poziomie wynika niekiedy z faktu, że gospodarka funkcjonuje w granicach potencjału produkcyjnego. Niedopuszczanie do nadmiernej zmienności może potwierdzać właściwy poziom kursu, zbieżny z kursem równowagi, istotnym dla stabilnego rozwoju ekonomicznego. Po drugie, dążenie do utrzymania kursu na stabilnym poziomie i związane z nim wprowadzanie ograniczeń w przepływie kapitału wiążą się na ogół z koniecznością akumulacji rezerw dewizowych. W przypadku znacznego i długotrwałego napływu kapitału usunięcie z rynku międzybankowego dodatkowego pieniądza wprowadzonego w następstwie interwencji może wymagać wyższych stóp procentowych banku centralnego. Po trzecie, istotna jest swoboda manewru polityki pieniężnej i fiskalnej. Osłabienie bodźców sprzyjających napływowi kapitału może wymagać obniżenia stóp procentowych banku centralnego bądź zmniejszenia skali zadłużenia budżetu²¹. Obniżka ceny pieniądza musi być jednak rozpatrywana w kontekście presji inflacyjnej. Ze względów politycznych natomiast często łatwiej wprowadzić ograniczenia w swobodnym przepływie kapitału niż zredukować deficyt. Po czwarte, niezbędna jest kompleksowość i komplementarność działań. Zamiast pojęcia *capital control* MFW proponuje pojęcie *capital flow management* jako uzasadnioną formę interwencji. Wskazuje się przy tym, że zarządzanie przepływem kapitału nie może być jedynym instrumentem i powinna mu towarzyszyć odpowiednia polityka fiskalna i pieniężna. Dolar utrzymuje swoją dominującą pozycję na skutek historycznej kluczowej roli w systemie Bretton Woods, której nie stracił mimo upadku systemu dolarowo-złotego na początku lat 70. Jego status jako pieniądza międzynarodowego przyczynił się również do pogłębienia globalnej nierównowagi, konstytuując tzw. Bretton Woods II, w którym państwa azjatyckie – nauczone doświadczeniami kryzysów z końca lat 90. – rozpoczęły proces akumulacji rezerw dolarowych przez proekspansyjny model rozwoju gospodarczego.

Utworzenie wspólnej europejskiej waluty odegrało dużą rolę w zmianie kształtu MSW, pozwalając na uruchomienie procesów prowadzących do powstania systemu dwuwalutowego. Niemniej jednak EBC wyraźnie podkreśla swoje neu-

²¹ Paradoksalnie jednak zmniejszenie skali zapotrzebowania na finansowanie ze strony rządu, jako instrument osłabienia napływu kapitału, może nie zadziałać zgodnie z zamierzeniami. Konsolidacja budżetu, wzmacniająca wiarygodność polityki makroekonomicznej, niejednokrotnie bowiem prowadzi do uruchomienia kolejnych fal napływu kapitału.

tralne stanowisko²², wskazując brak zainteresowania wzrostem roli euro jako waluty międzynarodowej. Ponadto kryzys finansowy i gospodarczy ujawnił słabości ekonomiczne i instytucjonalne funkcjonowania obszaru wspólnej waluty, co krótkookresowo nie sprzyja zwiększeniu znaczenia euro jako waluty globalnej. W następstwie zarysowanych problemów pojawiają się koncepcje przebudowy struktury MSW. Ich realizacja napotyka jednak wiele przeszkód, m.in. wymaga politycznej współpracy wielu państw i zdobycia zaufania rynków finansowych. Jedną z propozycji jest pomysł oparcia MSW na parze euro–dolar, czyli osi obecnego systemu walutowego. Rozwiązanie wydaje się zasadne ze względu na to, że gospodarki strefy euro i gospodarka amerykańska stanowią ok. 35% światowej gospodarki. Jednocześnie oparty na parze euro–dolar system dwuwalutowy pozwoliłby na wyeliminowanie zakłóceń wynikających z wahań kursów tych walut wobec siebie. Rozwiązanie takie stanowi jednak kontynuację dotychczasowej polityki międzynarodowych instytucji finansowych, które przyznawały największą rolę rozwiniętym gospodarkom zachodnim, nie uwzględniając rosnącego znaczenia gospodarek wschodzących²³.

Naprzeciw zmieniającym się uwarunkowaniom globalnej gospodarki, której punkt ciężkości powoli przesuwają się w kierunku państw rozwijających się, wychodzą propozycje stworzenia systemu wielowalutowego oraz zwiększenia roli SDR. Obie te koncepcje są jednak trudne do zrealizowania z uwagi na konieczność bliskiej współpracy politycznej i ekonomicznej wielu państw, a także – zwłaszcza w przypadku systemu wielowalutowego – potrzebę powołania instytucji międzynarodowej sprawującej kontrolę nad MSW. Obecnie brakuje instytucji dysponującej mandatem do zarządzania międzynarodowym systemem walutowym, tak jak ma to miejsce w przypadku WTO, sprawującej pieczę nad handlem w skali globalnej. Z drugiej strony taki stan rzeczy wydaje się uzasadniony w sytuacji, gdy międzynarodowy system walutowy zdominowany jest przez jedną walutę. Pojawiają się jednak pewne oznaki zmian w MSW, czego przykładem są: szczyt ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw G-20 w Gyeongju i szczyt głów państw w Seulu w 2010 r. Ich ustalenia odzwierciedlają gotowość państw zachodnich do uznania rosnącej roli gospodarek rozwijających się. Do głównych powodów wzrostu znaczenia krajów rozwijających się należy fakt, że mimo relatywnie niskiego poziomu wyjściowego szybko doganiają państwa bogatsze. W ostatnich latach globalizacja i rozwój gospodarczy świata były możliwe m.in. dzięki włączeniu w międzynarodowe przepływy kapitałowe, handlowe i inwestycyjne państw rozwijających się. Państwa te w pewnym momencie przekroczą masę krytyczną akumulacji kapitału i wiedzy pozwalającą im

²² *Review of the international role of the euro*, EBC, July 2007.

²³ Por. J.E. Gagnon, *Currency Wars*, „The Milken Institute Review” First Quarter 2013, s. 47–55.

na endogeniczny wzrost oderwany od bodźców pochodzących z państw bogatych. Pokryzysowe dostosowania mogą przybierać formę przejściowego wyhamowania globalizacji na rzecz wzmocnienia współpracy regionalnej, która jest często podejmowana przez państwa wschodzące. Przykładem mogą tu być Chiny, których rola w organizacjach zdominowanych przez gospodarki rozwiniętego Zachodu jest nadal ograniczona, podczas gdy w wymiarze regionalnym strefa ich gospodarczych wpływów nieustannie się poszerza²⁴.

Z drugiej strony wzrostowi roli państw wschodzących sprzyja fakt, że kraje rozwinięte zostały bardzo silnie dotknięte przez kryzys. Obecnie wszystkie gospodarki odpowiadające za emisję kluczowych walut globalnych walczą ze skutkami kryzysu. Stany Zjednoczone oraz Japonia są silnie zadłużone. Również wiele państw strefy euro jest zagrożonych niewypłacalnością, co wpływa na pewną degradację euro w oczach inwestorów. Kraje rozwinięte będą zmuszone poświęcić najbliższe lata na odbudowywanie gospodarek oraz reformy strukturalne w celu niedopuszczenia do ponownej recesji. Natomiast państwa wschodzące, takie jak Chiny i pozostali członkowie grupy BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny), będą w tym czasie walczyć o zwiększenie swojej roli w światowym systemie gospodarczym. Pokryzysowe problemy z odbudową wzrostu gospodarek rozwiniętych doprowadziły do odświeżenia pojęcia wojen kursowych. Analiza czynników wpływających na eskalację napięć w MSW pozwala na dokonanie ich podziału na „wojny sprawiedliwe”, prowadzone przez kraje w celu ochrony swojego wewnętrznego rynku i utrzymania stabilności gospodarczej, oraz „wojny niesprawiedliwe”, w których państwo za pomocą dumpingu kursowego stara się poprawić swoją konkurencyjność kosztem partnerów handlowych. W obliczu kryzysu pierwsze z wymienionych działań są niekiedy jedyną formą obrony rynku krajowego w warunkach nieskuteczności tradycyjnie stosowanych metod polityki makroekonomicznej.

Zmiana podejścia do użyteczności kursu walutowego jest przejawem szerszej tendencji w zakresie przeformułowania celów i instrumentów polityki makroekonomicznej. W następstwie kryzysu coraz częściej zwraca się uwagę na potrzebę monitorowania skali ryzyka na rynkach finansowych oraz przeciwdziałania powstawaniu baniek na rynkach aktywów rzeczowych i finansowych. Przed wybuchem kryzysu, zgodnie z obowiązującym spojrzeniem na kwestię stabilności makroekonomicznej, mała zmienność poziomu cen była gwarantem zrównoważonego rozwoju gospodarki. Jednak głęboka recesja, która dotknęła gospodarkę w skali globalnej, doprowadziła

²⁴ Por. A. de Lima-Campos, *Predatory Currency Misalignments: A Credible Threat to the International Trade Order*, „CURRENCY WARS: Economic Realities, Institutional Responses, and the G-20 Agenda” Conference, Peterson Institute of International Economics, American University, Washington 2013.

do przewartościowania powszechnie uznanych poglądów²⁵. W przypadku Szwajcarii trudno jednoznacznie powiedzieć, czy mieliśmy jednak do czynienia ze stratą, bowiem jednocześnie polityka obrony wartości franka umocniła pozycję kraju jako ostoji finansowej stabilności i bezpiecznej przystani dla kapitału z całego świata. Najwyraźniej jednak w oczach samych Szwajcarów usprawiedliwienie takie nie jest wystarczające, skoro w czasie obecnego, globalnego kryzysu sięgnęli po nadzwyczajne środki, włącznie z usztywnieniem kursu franka wobec euro, żeby tylko nie dopuścić do sytuacji znanej z przeszłości – znacznej aprecjacji waluty.

Wojny walutowe nie są tylko teoretycznym zagrożeniem. Stanowią dla polityków kuszący sposób na ulżenie zmagającej się z kryzysem gospodarce, na pewno na krótką metę, a w przypadku dużej konsekwencji w utrzymywaniu zaniżonego kursu waluty – czasem nawet i w okresie dłuższym. Nietrudno więc znaleźć przykłady z historii potwierdzające, że wybuch takich wojen jest całkiem realny. W ostatnim stuleciu mieliśmy do czynienia z trzema okresami globalnych wojen walutowych. Największa i najbardziej mordercza gospodarczo była ta stoczona w latach Wielkiego Kryzysu. Kiedy krach finansowy wpędził kolejne kraje w potężną recesję, odpowiedzią stała się próba przerzucenia kłopotów na innych. Najpierw sięgnięto po protekcyjnistyczne podwyżki ceł, potem kraje, jeden po drugim, zawiesiły wymienialność swoich walut na złoto i albo doprowadziły do ich osłabienia (jak w USA), albo wprowadziły administracyjną kontrolę importu (jak w Niemczech). Rozpoczęła się śmiertelna walka głównych gospodarczych potęg – USA, Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec, z których każda usiłowała doprowadzić do dewaluacji własnej waluty wobec innych. Była to walka, której oczywiście nikt nie mógł wygrać, bo na każdą próbę dewaluacji rywale umieli odpowiedzieć takimi samymi działaniami²⁶. Do drugiej wojny walutowej doszło w latach 70., kiedy arabskie embargo na eksport ropy naftowej, a następnie stworzenie dyktującego ceny kartelu OPEC spowodowały drastyczny wzrost inflacji na całym świecie i powszechną gospodarczą recesję. Tym razem wojna miała przebieg dość spokojny, ale wiele państw (zwłaszcza azjatyckich) bez wątpienia sięgnęło po narzędzie „konkurencyjnej dewaluacji”, czyli celowego osłabienia własnej waluty po to, by promować wzrost eksportu.

Trzecia wielka wojna miała raczej charakter długookresowej wojny pozycyjnej – to ciągnący się od ponad dekady spór USA z Chinami, sztucznie zaniżającymi

²⁵ Por. J. O'Neill, A. Stupnytska, *The Long-Term Outlook for the BRICs and N-11 Post Crisis*, Goldman Sachs Global Economics Paper no. 192, December 2009.

²⁶ Por. S. Collignon, *Rebalancing the Economy: A Case for International Monetary Cooperation*, w: *Rebalancing the Global Economy Four Perspectives on the Future of the International Monetary System*, red. S. Collignon, R.N. Cooper, M. Kawai, Y. Zhang, „Europe in Dialogue” 2010, no. 01.

wartość swojej waluty wobec dolara²⁷. Ryzyko wojen walutowych wzrasta wówczas, gdy świat popada w gospodarczy kryzys lub stagnację. A z taką sytuacją mamy do czynienia również teraz, w wyniku trwającego dwie dekady nadmiernego wzrostu zadłużenia społeczeństw Zachodu, a następnie pęknięcia wywołanej tym gigantycznej bańki spekulacyjnej. W takiej sytuacji aż kusi, by zamiast cierpieć z powodu bezrobocia, uporczywie walczyć z recesją i mozolnie spłacać długi, ulżyć swojemu krajowi przez „konkurencyjną dewaluację”.

Zakończenie

W rywalizacji geoeconomicznej, tak samo jak w geopolitycznej, można wyróżnić główną oś zmagania, ale i konflikty na peryferiach. Do tych ostatnich można zaliczyć nie tylko wojnę wizerunkową, jaką Rosja wypowiedziała Stanom Zjednoczonym, ale także chociażby większą „śmiałość” Kremla w realizacji własnych interesów – na razie na obszarze postrzeganym jako własna strefa wpływów. Z tym wiąże się też polityka informacyjna, w której coraz skuteczniej radzą sobie i Pekin, i Moskwa. Inne podejście krajów azjatyckich jest też dostrzegalne choćby w stosunku do nowych rozwiązań globalnych, jak np. bitcoin.

Myśl o skutkach osłabienia waluty może dziś kiełkować niemal we wszystkich ważniejszych krajach świata. Amerykanie są w tej sprawie szczególnie gotowi do działania, bowiem osłabienie dolara (a nawet wybuch znacznej inflacji) jest im całkiem na rękę. Słabszy dolar i wzmocniona konkurencyjność kosztowa USA pomogłyby w realizacji planów prezydenta B. Obamy dotyczących „nowej industrializacji” kraju, czyli powrotu do USA najcenniejszej części produkcji przemysłowej, która w minionych dekadach została niemal w całości przeniesiona do Azji i Meksyku. Słabszy dolar ułatwiłby też spłatę gigantycznych długów, które w ostatnich latach pozaciągał amerykański rząd – i to w znacznej mierze kosztem siedzących na górach dolarowych obligacji Chińczyków. Z tego samego powodu Chińczycy²⁸ są zdesperowani, by iść w odwrotną stronę, broniąc dolara przed spadkiem, a swoją walutę przed wzmocnieniem. „Konkurencyjną dewaluację” wprowadziłyby chętnie inne kraje rozwijające się, np. Brazylia, a Japonia i Europa Zachodnia, szczególnie silnie dotknięte spadkiem dynamiki rozwoju w czasie kryzysu, również nie mogą sobie pozwolić na

²⁷ Por. V. Arora, A. Vamvakidis, *China's Economic Growth: International Spillovers*, IMF WP/10/165, July 2010.

²⁸ Por. L. Cui, C. Shu, X. Su, *How much do exports matter for China's growth?*, Hong Kong Monetary Authority, „China Economic Issues” 2009, no. 1, March.

to, by USA wydobyły się z kłopotów ich kosztem. Pole do walki jest więc gotowe, a pokusa jej rozpoczęcia silna. Jeśli doszłoby do globalnej wojny walutowej, nikt nie mógłby ogłosić swojej neutralności. Również my w Polsce stanęlibyśmy przed problemem wyboru: skoro inflacja u naszych wielkich partnerów handlowych wzrasta, to co ze złotym? Jeśli bronilibyśmy jego wartości i zdecydowanie zwalczali inflację, spadłby nasz eksport i wzrost PKB. Jeśli z kolei bronilibyśmy wzrostu, musielibyśmy zaakceptować trwały wzrost podaży pieniądza i inflacji.

Wojna walutowa jest absurdalna, bo nie ma w niej wygranych. Broniąc swego eksportu i wzrostu gospodarczego, kolejne kraje będą się po prostu starały przelicytować inne w osłabianiu własnej waluty. Skutkiem tego będzie jednak wzrost inflacji i osłabienie zaufania do pieniądza, które trzeba potem latami odbudowywać. Logika mówi więc, że do wojny walutowej nie dojdzie. Ale w polityce gospodarczej i w gospodarce w ogóle logiczne myślenie nie zawsze musi zwyciężyć.

Na koniec artykułu można sformułować następujące wnioski:

1. W krótkim okresie należy oczekiwać utrzymania w MSW *status quo* z dolarem amerykańskim i euro w roli głównych walut. Jednak w konsekwencji kryzysu w średnim i długim okresie system walutowy może ewoluować w kierunku modelu wielowalutowego. Wynika to zarówno z ryzyka systemowego związanego z dominacją jednej waluty, jak i ze wzrostu znaczenia krajów rozwijających się. Historia gospodarcza pokazuje jednak, że zmiana statusu jednostki pieniężnej w systemie walutowym to proces charakteryzujący się dużą inercją, wobec czego w krótkiej perspektywie nie należy oczekiwać istotnych zmian.
2. Oparcie MSW na walucie jednego kraju, obecnie Stanów Zjednoczonych, powoduje nadmierne uzależnienie całego systemu od kondycji gospodarczej jednego państwa. Niemniej jednak w krótkim i średnim okresie nie istnieje rozwiązanie alternatywne dla systemu z dominacją dolara i dużą rolą euro.
3. Bariera uniemożliwiająca obecnie transformację MSW jest utrzymujący się wysoki poziom niepewności na rynkach finansowych. Mimo niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych emitentów głównych walut międzynarodowych oraz znacznych wahań euro i dolara globalna awersja do ryzyka oraz efekty sieci wynikające z ich zastosowania nie sprzyjają zmianie *status quo*.
4. Kryzys zmusił wiele państw do ochrony swoich rynków za pomocą różnorodnych instrumentów polityki makroekonomicznej, w tym kursu walutowego.
5. Na tymczasowe utrzymanie *status quo* w MSW wpływa fakt, że w krótkim okresie żadne państwo rozwijające się nie jest w stanie wykreować waluty globalnej.
6. Pomimo krótkookresowego braku alternatywy dla dolara jako głównej waluty międzynarodowej Stany Zjednoczone i inne kraje rozwinięte mogą w przyszło-

ści stracić swoją pozycję w globalnej gospodarce na rzecz państw wschodzących, a zwłaszcza Chin.

Currency wars

The paper refers to two important aspects of currency wars: their structure and possible changes resulting from the post-crisis adaptation on one hand, and the possibilities of preventing currency wars on the other. The article argues that using currency rate as an instrument of economic policy may increase as economic growth recovery becomes increasingly difficult. The results of the currency war escalation include protectionism in trade and funds transfer.

Keywords: currency wars, causes, course, effects

Les guerres des monnaies

L'article fait référence à deux aspects importants de la guerre des monnaies. Le premier aspect concerne la structure de la guerre des monnaies et les changements possibles à la suite d'ajustements post-crise. Le second thème abordé concerne la possibilité d'empêcher cette guerre. L'utilisation du taux de change comme instrument de politique économique pourrait devenir plus important lorsque la relance de la croissance économique est de plus en plus difficile. Ces guerres, comme tout conflit, pourraient renforcer et conduire au protectionnisme sur les mouvements de capitaux ainsi que les échanges de marchandises. Au cours de la prochaine décennie, la lutte pour la suprématie entre les monnaies dans les marchés financiers mondiaux pourrait avoir lieu. Il est possible que cette guerre apporte des pertes pour toutes les parties concernées et que son résultat ait une incidence sur de nombreux problèmes à l'avenir, importants non seulement pour les gouvernements, mais aussi pour les citoyens.

Mots-clés: la guerre des monnaies, les causes, les effets

Валютные войны

В статье рассматриваются два важных аспекта валютных войн: их структура и возможные изменения в результате посткризисной адаптации, и возможности предотвращения валютных войн. Показано, что использование валютного курса как инструмента экономической политики может возрасти в случае углубления трудностей с восстановлением экономического роста. Эскалация валютных войн приводит к протекционизму в торговле и трансферте капитала.

Ключевые слова: валютные войны, причины, ход, последствия