

Silny frank i silna gospodarka

Autor: **Mateusz Machaj**

W ostatnim czasie byliśmy świadkami spektakularnego umocnienia się franka szwajcarskiego. Także w tym okresie pojawiły się stare opinie o tym, że aprecjacja krajowej waluty bywa zabójcza dla gospodarki ze względu na duszenie jej możliwości eksportowych. W momencie osłabienia się zagranicznych walut względem krajowej eksporterzy notują mniejsze przychody wyrażane w ich rodzimej walucie. To spostrzeżenie towarzyszy pogładowi, że osłabianie krajowej waluty jest dobrym sposobem na wzrost gospodarczy, ponieważ stymuluje sektor eksportowy.



Długi okres i silny eksport

Tymczasem prawda jest zupełnie inna. Przede wszystkim należy rozróżnić dwa odmienne typy aprecjacji: długookresową i krótkookresową. Krótkookresową można utożsamić z wahaniem wynikającym z daleko idącej destabilizacji międzynarodowych rynków i wiążącą się z tym paniką, prowadzącą do ucieczki w jedną z walut (co powoduje jej aprecjację). Długookresowa natomiast odznacza się trwałym wzrostem siły danej waluty, widocznym w ciągu kilku i kilkadziesiąt lat.

Współcześni wyrafinowani merkantyliści nie są zwolennikami nakładania ceł i uderzania przez to w handel międzynarodowy, niemniej jednak sprzyjają pomysłom osłabiania waluty w celu stymulowania eksportu i osiągnięcia dzięki temu przewagi konkurencyjnej. Tymczasem gdy przyjrzymy się długookresowo szczególnie interesującym przypadkom, dojdziemy do trochę innej konkluzji. Skupmy się na przykładzie Niemiec, Japonii i Szwajcarii. Wszystkie te kraje

można uznać za odnoszące eksportowe sukcesy. Zbadajmy kursy ich walut, a za punkt odniesienia przyjmijmy amerykańskiego dolara, który po drugiej wojnie światowej powinien być uznany za jedną z mocniejszych walut. Cena marki niemieckiej wyrażona w dolarze kształtowała się w następujący sposób:



Źródło: Wikicommons.

Od momentu upłynięcia kursów walutowych w latach 70. niemiecka marka rozpoczęła długookresowy wzrost wobec dolara. Spotykamy się z dwoma znaczącymi wyjątkami od tej reguły — na początku lat 80. i w drugiej połowie lat 90. Te wyjątki łatwo zrozumieć w kontekście ówczesnej polityki gospodarczej USA. Na początku lat 80. znany inflacyjny jastrząb, Paul Volcker, przeprowadził prawie deflacyjną politykę pieniężną, monetarną dyscyplinę, która poskutkowała wzmocnieniem dolara. Z kolei druga połowa lat 90. to moment, gdy amerykański bank centralny podniósł stopy procentowe do poziomu 6% (ktoś pamięta jeszcze te czasy?) i utrzymywał je na wysokim poziomie do początku XXI wieku. Warto dodać, że prezydent Bill Clinton prowadził w tamtym czasie skromną jak na dzisiejsze standardy politykę fiskalną. Pomijając zamiatanie pod dywan problemów systemu socjalnego, należy podkreślić, że dzięki tymczasowemu zmniejszeniu wydatków militarnych udało się na moment wypracować formalnie

nadwyżkę budżetową. Z tych dwóch powodów dolar okazał się w tamtym czasie silniejszy od marki¹.

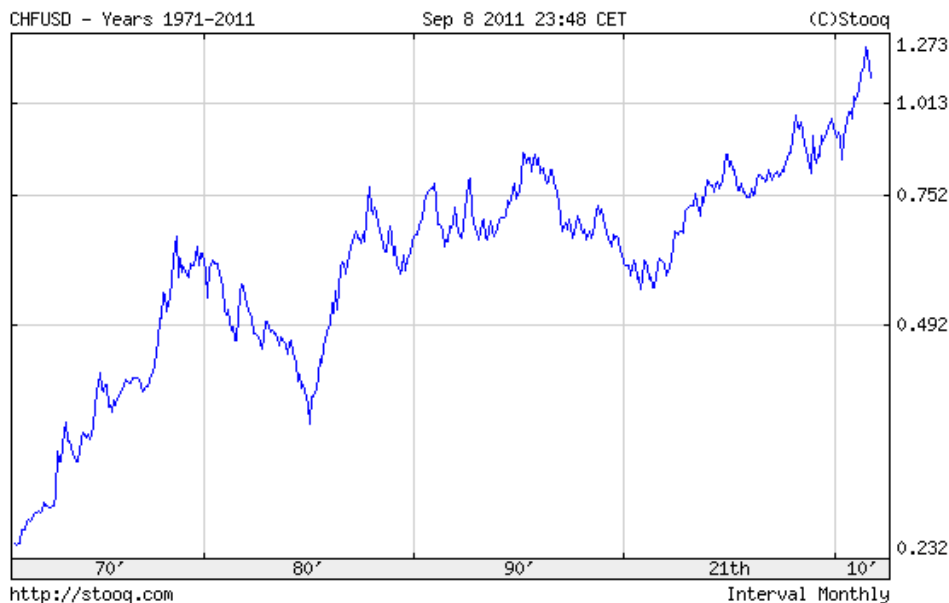
Mimo tych dwóch epizodów należy uznać, że stan niemieckiej marki w drugiej połowie XX wieku na tle dolara był całkiem korzystny. Przyjrzyjmy się teraz kursowi japońskiego jena wyrażonego w dolarze od lat 70. (czyli upłynnienia kursów; wcześniej w systemie z Bretton Woods kurs był sztywny):



Podobnie jak w przypadku marki niemieckiej wyraźnie widzimy imponujący wzrost kursu jena wobec dolara. Analogicznie do tamtej waluty osłabianie się jena przypada na pierwszą połowę lat 80. i drugą połowę lat 90. (choć w mniejszym zakresie). Długookresowo jen japoński powinien być uznany za mocną walutę.

¹ Dodajmy, że w ten weekend minęła właśnie 10. rocznica zaprzestania tej amerykańskiej polityki. Właśnie od września 2001 roku rozpoczęło się amerykańskie szaleństwo fiskalne i pieniężne. Bank centralny obniżył stopy procentowe nominalnie do 1%, a realnie w pewnym momencie do poziomu ujemnego. Prezydent George Bush rozpoczął jednocześnie serię wojen, które obok prywatnej ekspansji kredytu przyczyniły się do ogromnego wzrostu zadłużenia amerykańskiego systemu finansów publicznych. Bin Laden dokonał nie tylko zamachu terrorystycznego, lecz doprowadził także do zamachu na całą amerykańską gospodarkę, ponieważ pośrednio pomógł powrócić na wokandę keynesowskim prestidigitatorom (również tym rozprawiającym o rzekomych gospodarczych błogosławieństwach wojny, ataków kosmitów i terrorystów).

Pozostaje nam porównanie franka szwajcarskiego do dolara amerykańskiego od lat 70., choć możemy się domyślić, jak będzie wyglądał wykres:



Pierwsza połowa lat 80. i druga połowa lat 90. to okres, w którym dolar był silniejszy. Poza tym czasem notowano efektowny wzrost w długim okresie franka szwajcarskiego. Wszystkie trzy waluty można uznać za mocniejsze od amerykańskiego dolara; a przecież i samego dolara nie można uważać za słabą walutę. Gdybyśmy za standard przyjęli inną walutę, okazałoby się, że te waluty są jeszcze mocniejsze.

Jakie możemy wyciągnąć wnioski z długookresowych kursów jena, franka oraz marki niemieckiej? Okazuje się, że silna waluta wcale nie oznaczała śmierci sektora eksportowego w tych krajach. Wręcz przeciwnie, silna waluta współwystępowała z rozwijającym się sektorem eksportowym. Jak wytłumaczyć to zjawisko, skoro słaba waluta nominalnie zwiększa przychody eksporterów?

Otóż silna waluta w długim okresie oznacza makroekonomiczną stabilność. Świadczy o relatywnie niskiej inflacji, niskich stopach procentowych, a przez to o dostępie do monetarnego kapitału o dużej sile nabywczej. Oznacza również możliwość finansowania zagranicznym napływem kapitału. Sprzyja to także krajowej akumulacji i zwiększaniu oszczędności. Wreszcie należy pamiętać, że duża część importu kraju to import produkcyjny, surowców i technologii. Dzięki mocnej krajowej walucie wszyscy przedsiębiorcy w danym kraju (także

eksporterzy) mogą w dużym zakresie korzystać z tanich dóbr produkcyjnych z zagranicy i produktywnie angażować się w międzynarodowy podział pracy.

Teza o tym, że w celu rozwinięcia sektora eksportowego kraj potrzebuje słabej lub dewaluowanej waluty, to jeden z najbardziej rozpowszechnionych sofizmatów ekonomicznych, który nie znajduje potwierdzenia ani w faktach, ani w logice ekonomii. Długookresowo kraj potrzebuje silnej waluty, aby się rozwijać. Jej osłabianie powoduje zwiększanie inflacji, makroekonomicznej niestabilności i przymusowe nakładanie kosztów na wszystkich obywateli w celu krótkookresowego stymulowania kilku eksportowych branż. W długim okresie ta polityka zaczyna jednak działać wbrew zamierzeniom i skutkuje pogorszeniem sytuacji produkcyjnej całego kraju².

Krótki okres i interwencja banku szwajcarskiego

Pozostaje nam do rozważenia kwestia interwencji na rynku walutowym, którą zdecydował się przeprowadzić szwajcarski bank centralny. Zauważmy, że długookresowo frank szwajcarski jest walutą, która się umacniała i która najprawdopodobniej będzie się umacniała (krótkookresowa, paroletnia bańka na rynkach wschodzących, w tym Polski, raczej tego nie zmieni). Nie to jednak przeszkodziło bankowi szwajcarskiemu. Chodzi raczej o napływ panikującego kapitału na rynku europejskim, który jest realokowany od europejskich aktywów i waluty euro do franka. W wyniku tego kurs został podbity w krótkim czasie do bardzo wysokiego poziomu. Oprócz stabilnej długookresowej aprecjacji, która jest dla franka naturalna, zauważyliśmy gwałtowną i lawinową aprecjację w krótkim okresie.

Szwajcarski bank zdecydował się zainterweniować, ponieważ nie widzi w tym napływie znaczących korzyści dla gospodarki i jednocześnie spekuluje, że ten napływ jest krótkotrwały, a w związku z tym można go zamortyzować odpowiednimi interwencjami.

² Jeden z komentatorów zwrócił uwagę, że w tym artykule wskazuję na „nominalny” kurs walutowy, a nie „efektywny kurs realny”. W istocie – rozważamy bowiem rynkowy kurs walutowy determinowany przepływami kapitałowymi, które z kolei między innymi zależą od krajowych polityk pieniężnych o inflacyjnym charakterze. Ponadto bronimy tezy, że wysoki nominalny kurs jest oznaką długookresowej siły gospodarczej danego kraju.

Zwróćmy uwagę, że ta interwencja jest odmienna od przeprowadzanych w przeszłości w przypadku innych walut (np. w przypadku ataku George’a Sorosa na funta brytyjskiego). Kraj zazwyczaj stara się interweniować na rynku walutowym, gdy kurs krajowej waluty spada i gwałtownie się osłabia. Aby taki spadek zatrzymać, korzysta z posiadanych rezerw walutowych i zaczyna je sprzedawać. Oznacza to, że amunicja może się w pewnym momencie wyczerpać — ograniczeniem są rezerwy, których bank centralny drukować nie może (drukują je bowiem inne banki centralne — z tego powodu niedawno bank Islandii musiał skapitulować, ponieważ nie dostał europejskich banknotów od prezesa EBC, tak jak Irlandia czy Grecja).

Bank Szwajcarii interweniuje w drugą stronę — nie wypuszcza rezerw na rynek, aby zmniejszyć ich cenę, tylko je skupuje, tworząc przy tym nowe franki szwajcarskie. Wszystko po usztywnionym kursie 1,2 do euro (frank w przybliżeniu w cenie 83 eurocenty). Na rynku walutowym nie ma odważnych kupujących franki za więcej niż 83 eurocenty, skoro można iść do banku centralnego i dostać je właśnie za tę cenę. Problem polega jednak na tym, że bank szwajcarski musi swoje franki drukować. A to oznacza, że rośnie ilość podaży pieniądza w obiegu, co po jakimś czasie przełoży się na wzrost cen i zmniejszenie makroekonomicznej stabilności Szwajcarii.

Bank zapewne wychodzi z założenia, że ma bezpieczną *exit strategy*. Wydaje mu się, że napływ kapitału do franków nie jest „realnym” napływem. Zostanie on odwrócony, a nowe pieniądze bardzo szybko wyparują i nie trafią na rynek. W momencie gdy sytuacja się uspokoi i nastąpi poprawa, franki szwajcarskie będzie można ściągnąć z rynku, po prostu sprzedając te dodatkowe rezerwy walutowe (kupione po interwencyjnym kursie).

Z tym podejściem wiąże się jednak poważne ryzyko, ponieważ wbrew pozorom istnieje granica dla interwencji banku. Od teraz każdy napływ kapitału oznacza monetarną ekspansję i przyrost ilości pieniądza w obiegu. Oznacza to zatem jednocześnie bardzo inflacyjną politykę za każdym razem, gdy inwestorzy przerzucają się na franka. Granicą działań jest wobec tego krajowa inflacja, którą będzie gotów zaakceptować bank.

Kapitał napływał do franka również dlatego, że oczekiwano jego wzrostów. Speculanci walutowi starali się na tym zrobić. Niemniej jednak pierwotna przyczyna była zupełnie inna — *strefa euro się rozpada*. Jest nie do

utrzymania w obecnej formie. Musi nastąpić albo pełna integracja polityczna, na co się nie zanosi, albo bankructwo czy też wykluczenie krajów o wysokim ryzyku fiskalnym (takich jak Grecja)³. Dlatego nawet jeśli kurs euro wobec franka jest usztywniony, to odpływ kapitału nie zostanie zatrzymany. Zatrzymany jest jedynie dalszy wzrost kursu. Mimo to wielu nadal postrzega franka jako bezpieczną przystań, o którą warto zahaczyć, gdy strefa euro się rozsypuje.

Oznacza to, że przy ciągle napływającym kapitale bank Szwajcarii musi drukować więcej i więcej franków. Skutkiem tego bardziej rośnie potencjał inflacyjny. Chociaż tymi frankami obraca się głównie na rynku finansowym, złudne jest przekonanie, że nie trafią na rynek aktywów, rynek kapitałowy, a w końcu do jakiegoś przedsiębiorcy. Jaką bank ma gwarancję, że nowe franki trafią do szuflady i nie zostaną wydane? Nie ma żadnej. Część z tych franków jest wymieniania na aktywa (a nie trzymana w depozycie w banku centralnym Szwajcarii), w związku z czym franki trafiają na rynek i podnoszą ceny.

Jeśli w dodatku okaże się, że problemy euro nie są przejściowe, i dojdzie do nieprzewidywalnego rozpadu strefy, bank może się przekonać o tym, że trzyma w swoim bilansie śmieciową walutę (jeśli euro straci na wartości). Wtedy będzie musiał zaksięgować straty na swoich aktywach i prosić o rekapitalizację ze strony budżetu, a więc podatników. Zwłaszcza że część „udziałów” szwajcarskiego banku centralnego ma charakter komercyjny.

Konkluzja

Mocna waluta, w przypadku Szwajcarii — mocny frank, nie jest gospodarczym problemem. Dużo większy problem mają kraje, których waluta radykalnie się osłabia (choć tracą na tym wszyscy uczestnicy handlu). W długim okresie silna waluta zbudowała potęgę gospodarek Niemiec, Japonii czy Szwajcarii. Niedawna krótkookresowa interwencja szwajcarskiego banku

³ W tym miejscu warto zauważyć, że – [jak podaje Bloomberg](#) – pomimo działań zaklinaczy płynności spod znaku Brukseli i Frankfurtu rynek wycenia prawdopodobieństwo bankructwa Grecji na 91%. W dodatku – co umknęło większości mediów w Polsce – niemiecki Trybunał Konstytucyjny, ogłosiwszy, że programy pomocowe dla innych krajów są zgodne z konstytucją, orzekł jednocześnie i w zasadzie jednoznacznie, że euroobligacje będą jej złamaniem. W związku z tym pełna polityczna integracja suwerennych krajów UE stoi pod dużym znakiem zapytania.

centralnego jest ryzykownym zakładem na przekór rynkowi, który ma na celu przyniesienie tymczasowej ulgi cierpiącym eksporterom. Jednak zakład ten niesie ze sobą ryzyko dla całej szwajcarskiej gospodarki w postaci wyższej inflacji i kosztów przerzucanych na podatnika. W późniejszym okresie rodzi to także ryzyko dla samych eksporterów.