



# Wojna walutowa

Oskar Kowalewski  
Christian Pierdzioch  
Georg Stadtmann

---

European University Viadrina Frankfurt (Oder)  
Department of Business Administration and Economics

Discussion Paper No. 301

June 2011

ISSN 1860 0921

---

Oskar Kowalewski, World Economy Research Institute, Warsaw School of Economics (SGH)  
Christian Pierdzioch, Bundeswehr Universität Hamburg  
Georg Stadtmann, Europa Universität Viadrina Frankfurt (Oder) stadtmann@europa-uni.de

## 1. Wstęp

Według Financial Times Deutschland, brytyjski minister finansów, Guido Mantega, był politykiem, który jako pierwszy wypowiedział sowo *wojna walutowa* (Ohanian/Kaelble 2010). Jeżeli chce się zrozumieć dyskusje o wojnie walut i o aktualnej polityce kursowej, nie wolno patrzeć tylko na obu największych graczy Stany Zjednoczone i Chiny, lecz należy włączyć do analizy także pozycje mniejszych krajów, takich jak Brazylia. Zatem, od początku.

## 2. Analiza względnej konkurencyjności na podstawie Indeksu Big Mac'a

Patrząc na aktualny Indeks Big Mac z lipca 2010 według magazynu The Economist, powstaje następujący obraz: chiński Big Mac kosztuje 13,2 Yuan, podczas gdy amerykański 3,73 \$. Biorąc pod uwagę aktualny kurs wymiany w wysokości 6,78 Yuan/\$, chiński Big Mac kosztuje tylko 1,95 \$. Naturalnie, zawsze ktoś zapyta; ale jak to jest możliwe? Big Mac nie jest przecież towarem handlowym. Nikt na ulicach Nowego Jorku przecież nie kupiłby zimnego, wyprodukowanego w Chinach i przetransportowanego do USA, Big Mac'a.

Na drugi rzut oka, jasnym jest, że zarówno w cenę amerykańskiego, jak i chińskiego Big Mac'a, wliczana jest cena pracy, kapitału i ziemi. Dzieje się tak, ponieważ w restauracjach McDonald's zatrudniani są pracownicy, ziemia, na której stoi restauracja, musiała być kupiona, a do produkcji frytek wymagana jest frytkownica. Cena Big Mac'a może zatem być interpretowana jako zbiorczy indeks cenowy. Stąd też nazwa Indeks Big Mac'a.

Jeżeli więc Chiny są konkurencyjni w przypadku Big Mac'a, to będą konkurencyjni także w przypadku wielu innych produktów. Ostatecznie, przejawia się to w ogromnej nadwyżce bilansu dorobku. USA wykazuje deficyt na rachunku bieżącym (BMF 2009). Deficyt na rachunku bieżącym Stanów Zjednoczonych oznacza, iż Amerykanie eksportują mniej dóbr i usług, niż importują, a chińskie towary muszą być opłacone po części z amerykańskich papierów wartościowych. Amerykanie coraz bardziej zadłużają się w stosunku do reszty świata. Chińczycy natomiast układają papiery wartościowe w piwnicach banku centralnego.

Tabela 1: Absolutny parytet siły nabywczej na podstawie cen Big Mac w lipcu 2010

Kraj	Cena Big Mac'a w lokalnej walucie	Cena Big Mac'a w Amerykańskich Dolarach	Implikowany parytet siły nabywczej dolarów	Amerykański kurs wymiany (21.07.2010)	Wartość zawyżona lub zaniżona w stosunku do USD w %
USA	3,73 USD	3,73			
Brazylia	8,71 Real	4,91	2,33	1,77	+ 31
Chiny	13,2 Yuan	1,95	3,54	6,78	- 48
Czechy	67,6 Koron	3,43	18,1	19,7	- 8
Dania	28,5 DK	4,90	7,63	5,81	+ 31
Węgry	740 Forint	3,33	198	222	- 11
Kraje Europejskie	3,38 Euro	4,33	1,10	1,28	+ 16
Polska	8,30 Zloty	2,60	2,22	3,20	- 30

Źródło: The Economist (2010)

Ale jak wygląda zrównoważony („sprawiedliwy”) poziom kursu wymiany? Przy kursie 13,2 Yuan/\$, ceny chińskiego i amerykańskiego Big Mac'a zgadzają się i panuje parytet siły nabywczej. Yuan jest przez to o około  $(3,54 - 6,78)/6,78 = - 48 \%$  zaniżony. Porównanie aktualnego kursu w wysokości 6,78 Yuan/\$ z równoważnym kursem parytetu siły nabywczej w wysokości 3,54 Yuan/\$ wykazuje, iż chińska waluta musiała silnie się wzmocnić. Wprawdzie, znajdował się Yuan w okresie od połowy 2005 do połowy 2008 na ścieżce osłabienia (patrz wykres 1), lecz zostało to zatrzymane przez chińczyków w wyniku upadku Lehmana w roku 2008.

### 3. Wpływ ilościowego Easing II na stosunki Chiny-USA

Wraz z ogłoszeniem amerykańskiego banku (Federal Reserve) o zakupie amerykańskiego zadłużenia aby rozszerzyć bazę monetarną o kolejne 600 Mrd. & (Quantitative Easing II), Amerykanie sprowadzili na siebie gniew Chińczyków. Często, dewaluacja dolara i wynikająca z niej poprawa amerykańskiej konkurencyjności była postrzegana jako przyczyna

zdenerwowania. To jednak nie jest prawda, gdyż wprawdzie nastąpiła dewaluacja dolara w stosunku do Euro, ale kurs w stosunku do Chin nie uległ zmianie.

Ryc. 1: Kurs wymiany Yuan/Dolar 2000-



2010

Skąd więc to zdenerwowanie? Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy spojrzeć na efekt stymulacji monetarnej: wzrost bazy monetarnej przy stałej cenie mnożnika, prowadzi do wzrostu podaży pieniądza. Przy stałej prędkości pieniądza, prowadzi efekt stymulacji monetarnej w perspektywie średniookresowej (najpóźniej po ożywieniu gospodarczym w USA) do wzrostu cen (model AS/AD, neutralność pieniądza, klasyczna Dychotomia). Dzięki temu wzrośnie inflacja w USA. Ale dlaczego interesuje to Chińczyków? Przynajmniej dwa aspekty powinny zostać wskazane:

1. Chińczycy posiadają amerykańskie papiery wartościowe denominowane w dolarach amerykańskich. Przy cenie \$1 za baton czekoladowy, chińczycy, za obligacje w wysokości 100\$, otrzymają 100 takich batonów. Jednak przy cenie \$2 za baton, chińczycy dostaną już tylko 50 takich batonów. Inflacja sprawia, że wartość papierów wartościowych posiadanych przez Chiny maleje w rzeczywistych jednostkach dóbr.
2. W stałym kursie walut, problemem staje się również kwestia zaimportowanej inflacji (patrz: Moritz/Stadtmann 2010, S. 15): ze względu na sztywny kurs, chińczycy muszą kupić dolary na rynku walutowym, aby wzrosły ich rezerwy dolarów. Oznacza to także, że przynajmniej w pierwszym etapie zwiększy się podaż chińskiego pieniądza

w obiegu, która może spowodować odpowiednią tendencję inflacyjną w Chinach. Jednym ze sposobów zapobiegania ekspansji pieniądza, jest neutralizacja za pomocą krajowych komponentów podaży pieniądza: chiński bank centralny musiałby, w ramach otwartego rynku, sprzedać chińskie obligacje, aby zebrać dodatkowe pieniądze.

W takim razie chińczycy są źli, czy bardzo źli? Są bardzo źli: można to rozpoznać przez to, że chińska agencja ratingowa tuż przed szczytem G20 w listopadzie 2010 obniżyła wartość amerykańskich papierów wartościowych z AA na A+ (Welt online 2010). Biorąc pod uwagę, że Chiny siedzą na szczycie góry amerykańskich papierów wartościowych, strzelają sobie w stopy. Tak więc Chiny są szczególnie złe.

#### 4. Wpływ ilościowego Easing II na stosunki USA – Brazylia

Teraz do Brazylijczyków: ponownie należy wciągnąć do analizy konkurencyjności indeks Big Mac'a: brazylijski Big Mac kosztuje 8,71 Real, czyli 4,91 \$. Amerykański Big Mac kosztuje tylko 3,73 \$, tak więc brazylijska gospodarka w porównaniu z amerykańską, wykazuje niższą konkurencyjność. Real jest o około 31% zaniżony. To zaniżenie w ostatnich kilku miesiącach ponownie się zwiększyło: od lipca 2010 do października 2010 wartość dolara zdewaluowała się o kolejne 5% z 1,77 Real/\$ na 1,69 Real/\$, co ponownie zredukowało konkurencyjność Brazylii.

Jaka jest przyczyna dewaluacji? Także w tym przypadku należy szukać powodów w amerykańskiej polityce pieniężnej. Jednym z aspektów jest to, że obie waluty Real i Dolar są obecnie używane w Carry Trades. Jest to wykorzystanie różnic w oprocentowaniu. Inwestorzy biorą kredyt o niskiej stopie procentowej w dolarach i inwestują pieniądze w walucie kraju o wysokiej stopie procentowej. Różnica w oprocentowaniu pomiędzy dwoma stopami procentowymi wynosi obecnie więcej niż 10 punktów procentowych. Dzięki temu rośnie popyt na brazylijskiego Reala i podaż na dolara, co prowadzi do dewaluacji brazylijskiego Reala.

Ponadto, należy krótko wspomnieć o zdolności konkurencyjnej między Chinami i Brazylią: silny brazylijski Real w stosunku do dolara i słaby Yuan w stosunku do dolara, sugerują oczywiście bardzo silnego Reala w stosunku do Yuana. Chińskim Big Mac jest o 60% korzystniejszy od brazylijskiego Big Mac'a. Chiny doprowadziły poprzez utrzymanie stałego poziomu kursu walutowego nie tylko do poprawy pozycji konkurencyjności w stosunku do USA, ale także do wielu innych krajów. Biorąc pod uwagę powyższe względy, zrozumiałe

jest, że brazylijski polityk rozpoczął publiczną debatę o wojnie walutowej. W tym kontekście należy także rozumieć wprowadzenie kontroli kapitału, dzięki której Brazylia stara się zostać panem napływającego kapitału zagranicznego do kraju (Ohanian/Kaelble 2010).

## 5. Wnioski i perspektywy

Oprócz wcześniej przedyskutowanych zależności, należy także spojrzeć na sytuację Szwajcarii i Japonii. Obie gospodarki próbują, poprzez interwencje na rynku walutowym, wpłynąć na kurs walutowy (BMW 2010). Kierunek interwencji jest taki sam: kupno dolarów w celu wzmocnienia dolara i osłabienia waluty krajowej. Tak interweniowało Ministerstwo Finansów Japonii razem z Bankiem Japonii w połowie września 2010 z rekordową sumą 2000 mld. jenów. To była dla Japonii pierwsza interwencja od roku 2004 (FTD 2010, Japanese Ministry of Finance 2010).

Stawka zatem jest bardzo duża: jeżeli dojdzie do wyścigu o dewaluację, towarzyszyć mu będzie najprawdopodobniej wyścig z inflacją. Dalsze środki odwetowe, które mogłyby pojawić się w bezpośrednim wykorzystaniu to znane handlowe "narzędzia tortur" (taryfy celne i kontyngenty). Póki co nie musi do tego dochodzić: do tej pory była mowa tylko o Amerykanach i Chińczykach. Należy wziąć pod uwagę, że wiele amerykańskich firm inwestujących na wartość wyższą od wartości inwestycji bezpośrednio w Chinach. Natomiast Chińczycy są również na arenie międzynarodowej na zakupach. Przykład: Apple iPhone i iPad są produkowane w Chinach i dostarczane do Europy, bez objazdu przez USA. Cecha charakterystyczna handlu międzynarodowego polega na tym, że odbywa się on wewnątrz międzynarodowych korporacji. Przedsiębiorstwa te mają duże zainteresowanie w wolnym handlu, dlatego też muszą opowiedzieć się przeciwko wyżej wymienionym restrykcjom.

## Bibliografia

Bundesfinanzministerium (BMF) (2009): Leistungsbilanzungleichgewichte im internationalen Vergleich.

[http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_89390/DE/BMF\\_Startseite/Aktuelles/Monatsbericht\\_des\\_BMF/2009/12/analysen-und-berichte/b03-leistungsbilanz/node\\_templateId=renderPrint.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_89390/DE/BMF_Startseite/Aktuelles/Monatsbericht_des_BMF/2009/12/analysen-und-berichte/b03-leistungsbilanz/node_templateId=renderPrint.html?__nnn=true)

Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (2010): Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht November 2010, I. Aktuelle Themen und Analysen 4. Kurswechsel - Konflikte auf den Devisenmärkten könnten zu Abwertungswettlauf und protektionistischen Maßnahmen führen.

<http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/aussenwirtschaft,did=365722.html>

FTD (2010): Intervention: Japan verkauft 2000 Mrd. Yen an einem Tag, 16.09.2010.

<http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/marktberichte/:intervention-japan-verkauft-2000-mrd-yen-an-einem-tag/50170276.html?mode=print>

Japanese Ministry of Finance, Foreign Exchange Intervention Operations (August 30, 2010 – September 28, 2010), Press release 30. September 2010, <http://www.mof.go.jp/english/feio/monthly/100930.htm>.

Moritz, K.-H. und G. Stadtmann: Monetäre Außenwirtschaft, Vahlen Verlag 2. Auflage, 2010.

Ohanian, M. und M. Kaelble: Brasilien kann Kapitalflut kaum stoppen, Financial Times Deutschland online 24.10.2010.

The Economist: Burgernomics – When the chips are down – The latest Big Mac index suggests the euro is still overvalued, Jul 22nd 2010.  
[http://www.economist.com/node/16646178?story\\_id=16646178](http://www.economist.com/node/16646178?story_id=16646178)

Welt online: Chinesische Ratingagentur stuft USA herab, 10.11.2010.  
<http://www.welt.de/finanzen/article10849568/Chinesische-Ratingagentur-stuft-USAherab.html>