



CARRY TRADING A „ZIEMIE DZIEWICZE”

Z dużym, i niestety coraz większym prawdopodobieństwem można oczekiwać, że kolejnym terminem finansowym (po niechlubnym *subprime*), który przyswoją sobie tzw. szerokie kręgi społeczne, będzie *carry trading*, choć trzeba przyznać, że zaciąganie pożyczek w walutach o niskim (lub stałym) kursie w celu pozyskania tanich środków na finansowanie inwestycji o wysokiej stopie zwrotu nie jest na naszym rynku zjawiskiem nowym. Przyspieszony kurs w tym zakresie można było przejść obserwując pierwszą hossę na warszawskiej GPW, kiedy we wczesnych latach 90-tych zagraniczni gracze finansowi bazując na sztywnym kursie złotego do dolara, mogli bez jakiegokolwiek praktycznie ryzyka walutowego generować u nas astronomiczne i nieopodatkowane zyski, ciesząc się przy tym wdzięcznością i uznaniem władarzy kraju, za wkład, jaki wnoszą w budowę gospodarki rynkowej w Polsce.

Pozostawiając już jednak historię gospodarczą, zwłaszcza, która w coraz większym zakresie różnym rodzimym autorytetom piastującym wówczas ważne funkcje w państwie, akurat splendoru nie przynosi (polecam T. Kowalik, www.polskatransformacja.pl, Wyd. Muza, Warszawa, 2009), warto pochylić się nad zjawiskiem, które z całą mocą wyartykułował na dniach Nouriel Roubini (ur. 1959). „Ideologiczną” kanwą globalnego szaleństwa *carry trading*’u, obok „story” o nieuchronnym upadku dolara, są nad wyraz mocno interpretowane symptomy ożywienia w gospodarce światowej. Towarzyszyć temu zdaje się już nie pamięć o tym, iż uniknięto rozkładu sektora finansowego dzięki niespotykanej wcześniej stymulacji monetarnej i fiskalnej, będącej udziałem władz największych gospodarek globu. Obecne ceny aktywów, zwłaszcza te wysokiego ryzyka, do których w tych warunkach zaliczyć należy również ropę naftową czy miedź „wzrosły natomiast zbyt mocno, zbyt wcześnie i zbyt szybko w porównaniu z fundamentami makroekonomicznymi”. Nieco inaczej sytuacja przedstawia się ze złotem, ale o tym nieco później.

Końca tego procederu nie widać, a każdy inwestor uprawiający *carry trading* uchodzi za geniusza, przyczyniając się do nadmuchiwania kolejnej bańki, która, jak zauważa profesor Roubini, nie tylko pęknie, ale może też „doprowadzić do największego skoordynowanego krachu aktywów (...) jeśli czynniki wywołają nagłą zmianę trendu na dolarze, to inwestorzy stosujący na masową skalę lewarowany *carry trading* będą musieli momentalnie zamykać swoje krótkie pozycje dolarowe. Panika będzie skutkiem zamykania długich pozycji na wszelkiej maści ryzykownych aktywach finansowych, doprowadzając do zsynchronizowanego załamania się ich cen – akcji, towarów, rynków wschodzących i instrumentów kredytowych”.

Dlaczego do tego dojdzie? Ów uczony z New York University przytacza kilka następujących argumentów. Po pierwsze, cena waluty amerykańskiej nie będzie spadać bez końca, a kiedy do tego momentu dojdzie to koszt pożyczania dolara z bliskiego obecnie zera, jak nie ujemnego, zmieni diametralnie warunki gry, zmuszając pożyczkodawców do zamykania pozycji. Po drugie, rezerwa Federalna nie może też w nieskończoność powstrzymywać zmienności cen aktywów, warto pamiętać, że na wiosnę 2010 r. zakończy się działalność związana z rozdysponowaniem pomocowego 1,8 biliona USD. Po trzecie, jeśli gospodarka amerykańska powtórzy dodatnią dynamikę PKB w kolejnym kwartale, to rynki mogą



oczekiwać zaostrzenia polityki monetarnej. Po czwarte, możemy być również świadkami ucieczki od ryzyka w obawie przed recesją „W-kształtną” (tak *a` propos* komentarze nr 43/44 br.) lub innymi napięciami, np. o podłożu geopolitycznym czy geospołecznym”. Byłaby to swoisty powrót sytuacji z przełomu 2008/2009, gdy nagła awersja do wszelkiego ryzyka przekładała się na skokową aprecjację „zielonego”, ponieważ inwestorzy chcieli amerykańskich papierów skarbowych. „Powtórzenie tego trendu, spowodowałoby rajd dolara, w momencie, gdy ogromne krótkie pozycje dolarowe będą musiały być zamykane”. Profesor N. Roubini dodaje, że „to nie musi zdarzyć się zaraz, ponieważ łatwy pieniądz i nadmierna płynność w skali globalnej będą przez jakiś czas pompować ceny aktywów. Ale im dłuższy i większy proceder *carry trading*, tym większa bańka na aktywach i tym większy krach”.

Przytoczona powyżej wykładnia obecnej sytuacji na rynkach finansowych i związane z nią zagrożenia, nie tyle jest zarzutem adresowanym w stronę uczestników *carry tradingowej* gry, ale przede wszystkim apelem do władz monetarnych największych gospodarek świata i instytucji ponadnarodowych.

Krzepiącym jest, że nie tylko świadomość, ale także publiczna artykulacja tych zagrożeń popłynęła z ust prezydenta USA (w niedzielę 15.11 br.) na zakończenie szczytu Forum Współpracy Gospodarczej Azji i Pacyfiku (APEC). Barack Obama (ur. 1961) oznajmił, że „nie możemy wrócić do tych samych cykli boomu i załamania, które doprowadziły do tej recesji. Nie możemy prowadzić dalej tych samych praktyk, które doprowadziły do tak niezrównoważonego wzrostu. Jeśli ich nie zarzucimy, będziemy nadal dryfować od kryzysu do kryzysu, nieudaną drogą, która już przyniosła niszczące skutki naszym obywatelom, firmom i rządcom (...) Mamy możliwość obrania innej drogi, realizowania nowej strategii na rzecz miejsc pracy i wzrostu, który będzie zrównoważony i trwały”.

W niniejsze konotacje znakomicie wpisują się poglądy niedawno goszczącego w naszym kraju Jesusa Huerta de Soto Ballestera (ur. 1956), profesora ekonomii politycznej na Uniwersytecie Króla Juana Carlosa w Madrycie, wybitnego przedstawiciela tzw. szkoły austriackiej w ekonomii. W wydanej właśnie w Polsce książce pod tytułem: *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne* (Wyd. NBP, Warszawa, 2009) omawia węzłowe zagadnienia z zakresu pieniądza, bankowości, kapitału i kryzysów finansowych w powiązaniu z analizą historii instytucji i procesów gospodarczych. J.H. de Soto Ballester uważa, że np. praźródła obecnych zawirowań ekonomicznych upatrywać należy nawet w decyzjach monetarnych z 1844 r. Kiedy w Anglii przyjęto tzw. *Peel's Bank Charter Act*, wprowadzający wprawdzie zakaz emisji banknotów bez pokrycia w złocie, ale nie nakładający już takiego ograniczenia na dysponowanie depozytami na żądanie. W ten sposób narodził się system rezerwy cząstkowej, w którym 90 % zdeponowanego złota pożyczano, a tylko 10 % przechowywano w gotówce. W następstwie tego powstała sytuacja, gdy 10 % wszystkich pieniędzy zaistniała naprawdę, a reszta stała się w zasadzie fikcją. Brak wymogów utrzymywania przez banki pełnych 100 % rezerw umożliwiło ekspansję kredytową. Dlatego też hiszpański ekonomista stara się przekonać czytelnika, że „papierowy pieniądz będzie nieustannie źródłem niestabilności i kolejnych baniek finansowych, kryzysów oraz recesji, o ile nie przywrócimy stanu sprzed ustawy Peela”.

Oczekiwania te, nie tyle może narażone są na naiwność, co przede wszystkim stoją w sprzeczności z istotą ewolucji kapitalizmu, opierającego się na ciągłej ekspansji na „ziemie dziewicze”. Gdy tych, na pewnym etapie zabrakło (w sensie fizycznym), kapitalizm nauczył się m.in. za pomocą kredytu je produkować. W myśl założenia: „niech każdy i ciągle będzie dłużnikiem”. Szczególnie w okresie ostatnich dwóch, trzech



dekad, jak zauważył to w lutym br. na łamach „Gazety Wyborczej”, profesor Zygmunt Bauman (ur. 1925), jeden z twórców postmodernizmu: „banki odżegnywały się od dłużników spieszących się ze zwrotem pieniędzy. Chciały, żeby spłata procentów przez ludzi wiecznie zadłużonych była stałym źródłem ich rosnących dochodów. Człowiek, co szybko i do końca spłaca swoją pożyczkę, był bezużyteczny. Ba, zwiastował stratę dochodowej szansy”.

Wojciech Szymon Kowalski
Główny Ekonomista
INWEST CONSULTING S.A.