

## A valutaháború mítosza és valósága

Laurent L. Jacque

**Írország november 21-én segítséget kért az Európai Uniótól és a Nemzetközi Valutaalaptól (IMF). Másnapra már újabb spekulációs láz öntötte el a pénzpiacokat, hiszen mindenki attól tartott, hogy az ír betegség áterjed Portugáliára és Spanyolországra... Pedig tíz nappal korábban, november 11–12-én Szöulban, a G20-ak állam- és kormányfőinek (ezek az országok adják a világgazdaság 90 százalékát) értekezletén a résztvevők megígérték, hogy belevágnak a nagy gazdasági egyenlőtlenségek csökkentésébe és megalapoznak egy „erőteljes, tartós és kiegyensúlyozott” növekedési politikát. Sajnos azonban csak a sérelmek felhánytorgatásáig jutottak el, ami megint mutatja, mennyire törékeny és sebezhető a nemzetközi pénzügyi rendszer.**



A realnak az amerikai dollárral és a kínai jüannel szembeni árfolyama miatt aggódó Guido Mantega brazil pénzügyminiszter volt az első, aki szeptemberben megkongatta a vészharangot, amikor *a valuták háborújáról* beszélt. A kifejezést nem sokkal később a Nemzetközi Valutaalap (IMF) főigazgatója, Dominique Strauss-Kahn is átvette: „Nagyon komolyan veszem a valutaháború veszélyét még akkor is, ha csupán lappangó háborúról van szó.”

Az erős kifejezés a harmincas évek nagy világgazdasági válságára utal, amikor az akkori legerősebb gazdaságok katasztrofális helyzetükből egymással versengő árfolyam-leértékelési háborúba menekültek, ami tovább súlyosbította a válságot. Azóta a nemzetközi monetáris rendszer átalakult: a szereplők száma gyarapodott, a szabályok pedig újraíródtak (*lásd keretes írásunkat*). A tétel

azonban ugyanazok maradtak: a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés még mindig olyan merkantilista gazdaságpolitikától függ, amely megkívánná a valuták leértékelését. A múlt vastörvénye ma is érvényes: egy gyenge valutájú ország könnyebben exportálja a termékeit, mivel olcsóbbak.

A feszültség a pénzvilág nemzetközi színpadán növekszik. A japán központi bank erőteljes, de átmeneti beavatkozása a jen leértékelésére szeptemberben, szelektív árfolyam alkalmazása a tőkeimportra Braziliában és Thaiföldön, szeptember végén az Egyesült Államok kongresszusa által hatalmas többséggel megszavazott törvény, mely vámjogokat ad a devizájukat szándékosan leértékelő országokkal szemben (ez Kínát közvetlenül érinti), nagy mennyiségű likviditás injektálása az amerikai gazdaságba a központi jegybank, a Fed által, kiváltva ezzel a dollár árfolyamának esését stb.: figyelmeztető lövések. Titokban az összes szereplő gyenge devizát szeretne, hogy újra fellendíthesse saját gazdasági növekedését. Csakhogy ez nulla összegű játszma: az egyik játékos leértékelése mások felértékelését jelenti. Kitért volna „a valutaháború”?

1944 és 1971 között a Bretton Woods-i megállapodás megvetette egy *új pénzügyi rendszer* alapjait, amelynek az volt a célja, hogy megvédje a világot az olyan válságoktól, amilyenek a két világháború között pusztítottak. Az IMF-et azért hozták létre, hogy – a központi bankokkal együttműködésben – irányítsa a nemzetközi pénzügyi rendszert. Az árfolyamokat a dollárhoz köthették, amelyet viszont az aranyhoz igazítottak (35 dollár/uncia árfolyamon). Egy deviza dollár- vagy aranyparitásához viszonyított minden, 1 százaléknál nagyobb pozitív vagy negatív kilengésekor az illető ország központi bankjának azonnal be kellett avatkoznia az árfolyam-stabilitás védelmében. Természetesen ezen a felépítményen keletkeztek repedések, ezért időnként elvégezték a szükséges korrekciókat, leértékeltek egyes devizákat azért, hogy az ország fizetési mérlege újból egyensúlyba kerüljön és a rendszer fennmaradjon.

1958 után a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) vezető országai felszámolták az árfolyam-ellenőrzés szigorú rendszerét a kereskedelmi műveletek (javak és szolgáltatások importja és exportja) esetében, miközben fenntartották a felügyeletüket a tőkemozgások felett: az erős gazdasági növekedés átalakította a nemzetközi gazdasági körképet, és a háború utánra létrehozott pénzügyi rendszer elavulttá vált.

1971-ben az Egyesült Államok egyoldalúan felfüggesztette a dollár aranyra való, 35 dollár/uncia paritáson megállapított átválthatóságát, s ezzel hivatalossá tette a zöld hasú bankó leértékelését. A vezető ipari államok hagyták, hogy devizáik a kereslet és a kínálat kénye-kedve szerint „lebegjenek”: ettől fogva a valuta- és devizapiac, nem pedig a központi bankok határozták meg az árfolyamokat. Mindamelllett „piszkos” lebegésről beszéltek, mivel a központi bankok gyakran beavatkoztak az árfolyam-alakulás védelmében. A valuták feletti ellenőrzés fokozatos felpuhítása oda vezetett, hogy a központi bankok lemondtak az árfolyam feletti abszolút uralmukról.

Mindent egybevéve ma már alig van választási lehetőségük. Kedvelt fegyverük, a valutatartalék csak csepp a devizapiac

óceánjában, amelynek napi forgalma meghaladja a négyezermilliárd dollárt, ami gyakorlatilag ötször annyi, mint az eurózána központi bankjainak összesített tartaléka. A regisztrált napi tranzakciók kevesebb mint 5 százaléka köthető kereskedelmi műveletekhez, 95 százaléka viszont spekulatív tőke mozgásokhoz. Ilyen körülmények között a központi bank lényegében képtelen arra, hogy egy (emelkedő vagy csökkenő) tendenciát megfordítson.

Legfeljebb abban reménykedhet, hogy nagy mennyiségű dollárt felhalmozva lassítani tudja devizája felértékelődését. Ezt figyelhetjük meg hosszú ideje Ázsiában: a múltban a nehézsúlyú Japánban (több mint ezer milliárd dolláros valutatartalékkal), ma pedig Kínában (több mint 2500 milliárd dollárral), ráadásul a sarkukban ott lohol Dél-Korea, Tajvan, Hongkong, Szingapúr és Malajzia. Igaz, a feltörekvő országok – a BRIC (Brazília, Oroszország, India, Kína), Mexikó, Thaiföld, Indonézia és Dél-Afrika – továbbra is korlátozzák a tőke mozgást, ezáltal fenntartanak egy minimális kontrollt saját árfolyamuk felett, ez azonban fokozatosan gyengül a piacliberalizáció haladásával.

## Árfolyam- és kamattügyetek

A hadüzenet – ha egyáltalán beszélhetünk valutaháborúról – Kínának az 1990-es években meghozott döntéséhez kötődik, amikor devizáját a dollárhoz kötötte. Az intézkedés a jüan felértékelődését volt hivatva meggátolni, ami felemésztette volna a Központi Birodalom kereskedelmi többletét. A kínai gazdaság akkoriban lódult neki. Rekordméretű éves növekedési rátája (10–12%) az export robbanásszerű fejlődéséből származott, az exportot pedig amerikai, japán és európai multinacionális vállalatok áttelepítése és alvállalkozói rendszere élénkítette. Ez két, egymást kiegészítő és párhuzamosan fejlődő folyamatot jelentett: ahogy nőtt a kínai kereskedelmi aktívum, olyan mértékben dagadt az Egyesült Államok deficitje, aminek következtében Kínában felhalmozódott a dollár, amelyet aztán a kínaiak jelentős részben amerikai államkötvényekbe fektettek.

Peking tehát mesterségesen olyan árfolyamszintet tart fenn, amely egyre kevésbé tartja egyensúlyban az exportbevételeit az importkiadásával. Más szóval úgy szubvencionálja az exportját, hogy közben magas importvámokat vett ki a külföldi árucikkekre. Ez a gyakorlat arra készítette az Egyesült Államokat és az Európai Uniót, hogy követeljék a jüan 30–40 százalékos felértékelését. A kínai kormány azzal vágott vissza, hogy egy ilyen döntés számos kínai vállalatot csődbe juttatna, ami munkanélküliséget és szociális zavargásokat keltene, ezek neki súlyosabb problémát okoznak, mint partnerei elégedetlensége. Újabban Kína is felemelte hangját, elítéli az amerikaiak pénz- és adóügyi szabályozatlanságát, és szeméretveti az Egyesült Államoknak, hogy ő okozta a világgazdaságot megrázkódtató egyensúlytalanságokat.

Kína kereskedelmi partnerei természetesen megtorló vámintézkedések bevezetéséről is dönthetnének: ebben az esetben a valutaháború kereskedelmi háborúvá alakulna át. Ez a forgatókönyv a vérszegény gazdasági fellendülés közepette nagyon is elképzelhető, hiszen a hagyományos gazdaságélénkítő politikák – mint a költségvetési hiány növelése és az alacsonyan tartott kamatszint – kora lejárt. Mindazonáltal Kína lassacskán változtat monetáris politikáján. A jüan konvertibilissé tételével kísérletezik lehetővé téve kínai devizában kiállított kötvények külföldi kibocsátását. Ez az Egyesült Államok által követelt fokozatos árfolyam-ellenőrzés felszámolásának előjele: a jüan szabadabban fog lebegni, és fokozatosan felértékelődik majd a dollárhoz képest.

Ám ennek a klasszikus Kína–világ-konfliktusnak a fő tengelye mellett másodlagos – kevésbé érzékelhető, de legalább annyira nyugtalanító – szálak is kirajzolódtak a spekulánsok megragadhatatlan seregének növekvő ereje körül: a *carry traderek*.

Mint láttuk, az OECD-országok központi bankjainak vezetői átadták az árfolyam-ellenőrzés feletti hatalmukat ezeknek az ellenőrizhetetlen légióknak, a befektetési és nyugdíjalapok, a befektetési bankok és más spekulatív alapok „brókereinek” nem kifelejtve a sorból a legendás Vatanabe asszonyt, a japán háziasszony metaforáját, aki gyakran a családi kassza felelőse. Rászabadulva a valutapiacokra ezek a *carry traderek* átcsapnak a központi bankok által védett árfolyamok mesterséges és gyenge gátjain. A különféle devizák hozamkülönbségeire építenek: hitelt vesznek fel az alacsony kamatozású devizában, majd a pénzt kihelyezik egy magas kamatozású devizában (ez az úgynevezett carry deviza). A 2000-es évek elején, amikor Japánban a kamatláb gyakorlatilag nulla volt, az olyan magánszemélyek, mint a hírhedt Vatanabe asszony, elkezdték megtakarításaikat brit vagy ausztrál államkötvényekbe fektetni, melyek akkoriban 5–8 százalékos hozamot nyújtottak. Ez az arbitrázsügylet akkor hajjt hasznót, ha a befektetési időszak alatt az árfolyam stabil marad, de akkor válik igazán gyümölcsözővé, ha a céldeviza még fel is értékelődik időközben.

## Öngerjesztő spekulációs szököár

A *carry trade* napjainkban azokba az országokba települ, amelyeknek rövid távú kamatszintje szinte nulla lett; ilyen például az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság vagy az eurózána. És az olyan feltörekvő országokat célozza, mint Brazília, Törökország és Dél-Afrika, amelyek magas kamathozamot nyújtanak. A spekuláció törvényéből adódóan a jelenség öngerjesztő: fokozza a céldevizák felértékelődését, miközben a kiinduló devizák leértékelését segíti elő. Ezzel, a valutapiacokat elárasztó szököárral szemben a központi bankok tehetetlenek. Ennek az előre elvesztett háborúnak utolsó

epizódját a japán központi bank ama beavatkozása jelentette, amelynek keretében szeptemberben néhány óra alatt 24 milliárd dollárt fektetett be annak érdekében, hogy csökkentse a jen árfolyamát. Minden eredmény nélkül.

A *carry trade* által megcélzott feltörekvő országok – melyek nyugtalanok valutájuk túlzott felértékelődése miatt – továbbra is fenntartják az árfolyam-ellenőrzést, hogy megpróbálják legalább pillanatnyilag mérsékelni azt a versenyhátrányt, amelyet a túl drága deviza kényszerít az iparra. Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság fedezetlen papírpénz-kibocsátásba kezdett (régiről fogás ez, amit a *quantitative easing*, azaz mennyiségi könnyítés barokkos elnevezés alatt az aktuális ízléshez igazítottak), hogy javítsanak költségvetési és külkereskedelmi hiányukon. Végül pedig az eurózóna államai kívánnak: vagonjaikat a német mozdonyhoz kapcsolták, gazdaságaikat pedig annak az eurónak vetették alá, amelynek az árfolyama azért is magas, mert az Európai Központi Bank (EKB) változatlanul rabja az inflációs fenyegetésnek, miközben a periféria országai (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) az euró versenyképességüket helyreállító árfolyamesésében reménykednek. Arra várva, hogy a valutaháború kísértete levonuljon a színről, mindenki beveti még meglévő fegyvereit nem nagyon törődve a többiekkel.

\* A szerző a massachusettsi Medfordban található Tufts University keretein belül működő Fletcher School és a párizsi Jouy-en-Josas-ban lévő kereskedelmi főiskola, a HEC professzora, valamint a *Global Derivative Debacles: From Theory to Malpractice* című könyv szerzője (World Scientific, Singapur, 2010).

**Fordította: Ferwagner Ákos**

## A szereplők és a fegyverarzenál

**A szereplők.** Egyfelől a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) vezető országai Japánnal és az Egyesült Államokkal az élen, amelyek növekedése elég vérszegény, évente kevesebb mint 2,5 százalék. Másfelől az úgynevezett feltörekvő országok a maguk évi 5–10%-os gazdasági növekedésével – elsősorban Kína, amely magára vonta összes kereskedelmi partnere haragját. A két alcsoport: az eurózóna túlságosan eladósodott államai (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) és a legjelentősebb feltörekvő országok (Brazília, Oroszország, India, Kína).

**A játékszabályok.** Az OECD-országok többségének úgynevezett lebegő árfolyamszintje van, vagyis az árfolyam a piaci törvényeknek van alávetve, a központi banknak pedig nincs semmilyen hatása rá. A feltörekvő országokban ezeket az árfolyamokat jelentős mértékben kézben tartják. Kína saját szabályokat határozott meg: valutapiacát szigorúan ellenőrzi, a júan rögzített árfolyamát pedig lényegében a dollárhoz igazította, így leértékelődik a dollárral együtt.

**A fegyverarzenál.** Az arany- vagy a devizatartalékok lehetővé teszik a központi bankok számára a valutapiaci beavatkozást annak érdekében, hogy lassítsák devizájuk fel- vagy leértékelődését (dollárvásárlás vagy -vétel révén). Ez a fegyver akkor hatásos, ha az állam legalább részlegesen kontrollálja az árfolyamot. Ezt teszik az olyan feltörekvő országok, mint India vagy Brazília.

Az árfolyam feletti ellenőrzéssel nem rendelkező országok (a meghatározó OECD-államok) számára a központi bank valutapiaci beavatkozása leggyakrabban hiábavaló, mivel a bevetett tartalékok azon nyomban szétporladnak a valutapiaci forgatagban.

Marad végül a fedezetlen papírpénz-kibocsátás, a *quantitative easing* (szó szerint: „mennyiségi könnyítés”) Ezt 2009-ben a munkáspártiak kezdték el az Egyesült Királyságban, napjainkban pedig nagyon divatos lett az Egyesült Államokban. Arról van szó, hogy beindítják a „pénznyomdát”, vagyis egyszerűen fedezetlen papírpénz-kibocsátásba, pénzteremtésbe kezdtek. A Fed, az amerikai központi bank államkötvényeket vásárol fel, ezzel likvid tőkét juttat a kereskedelmi bankoknak azért, hogy azok hitelt tudjanak nyújtani a vállalatoknak. E végső megoldás – amely szinte elkerülhetetlen, ha az irányadó kamatok a nullához közelítenek – hívei úgy vélik, hogy ösztönzi a gazdasági tevékenységet, miközben a hitelezés újraindítására

buzdítja a bankokat.

A mennyiségi könnyítés egy másik, közvetett, ugyanakkor a valutaháborúval összefüggésben jelentős előnyt is adó útja: inflációt generál, a folyamat pedig a valuta leértékelődéséhez vezet. A másik közvetett következmény: a kibocsátott likvid tőkét nem csak a produktív szférában fektetik be. Jelentős része a feltörekvő országokba (például Brazília vagy Dél-Afrika) áramlik, hogy hasznot húzzon az ottani magas kamatlábból és a valuta magas árfolyamából (*carry trade*). Ezek alapján egy olyan befektető, aki az Egyesült Államokban 0 százalékhoz közeli kamattal vesz fel hitelt, a pénzt brazil államkötvényekbe fektetheti. Nyereséget könyvelhet el a világ egyik legmagasabb kamatrátájából (2010 augusztusában majdnem 6 százalék), amit a brazil real dollárhoz viszonyított felértékelődése (2009-ben +34 százalék) tovább növelhet.

Cimkék: nemzetközi kapcsolatok pénzügyek spekuláció gazdasági válság bank

---