

## Pusty pieniądz i cykle koniunkturalne na rynkach wschodzących

Autor: **Roger McKinney**

Źródło: [mises.org](http://mises.org)

Tłumaczenie: **Kamil Kaźmierczak**

Po załamaniu na giełdzie w 2008 r. oraz spadku o 3,4 proc. PKB USA w 2009 r. inwestorzy gorączkowo lokowali pieniądze na rynkach wschodzących, gdzie gospodarki rozwijały się na poziomie 3,1 proc. w stosunku rocznym. Jednakże w styczniu tego roku giełda w USA zanotowała duży spadek właśnie z powodu problemów finansowych na rynkach wschodzących. Na rynkach wschodzących — takich jak Brazylia, Rosja, Indie, Turcja, Tajlandia i Chiny — nastąpiło częściowe pogorszenie sytuacji gospodarczej z powodu odpływu inwestycji w amerykańskiej walucie. Poniższy wykres sporządzony przez amerykański Institute for International Finance<sup>1</sup> prezentuje przepływ kapitału do krajów rynków wschodzących.

Wykres nr 1: Napływ kapitału na rynki wschodzące Dane kwartalne w miliardach USD.

IIF EM 7 = kraje BRIC, Turcja, Meksyk i Indonezja, "IIF EM 30" = pełna próba IFF.

IIF Forecast — prognoza IFF



Źródło: IFF.com

<sup>1</sup> "Capital Flows to Emerging Market Countries," *IIF Research Notes*, October 7, 2013, Institute of International Finance, s. 1, [www.iff.org](http://www.iff.org).

Widoczna na wykresie dynamika potwierdza efekty polityki monetarnej opisane przez austriacką teorię cyklu koniunkturalnego. Według tejże inflacyjna polityka pieniężna — taka jak ta stosowana przez FED przez ostatnie pięć lat — skutkuje niezrównoważonym boorem, kiedy to nowe pieniądze są wpompowane do gospodarki, oraz stymuluje popyt na dobra konsumpcyjne i inwestycyjne, podnosząc ceny oraz cenę względną dóbr inwestycyjnych. Zazwyczaj myślimy o austriackiej teorii cykli koniunkturalnych w kategorii pojedynczego kraju, lecz problemy krajów rynków wschodzących pokazują, że ma ona również swoje międzynarodowe implikacje, szczególnie w świecie postępującej integracji handlowej oraz waluty, którą inne kraje używają w handlu i którą ich banki posiadają w charakterze rezerw (jak dolar amerykański i euro).

Mises w następujący sposób pisał o międzynarodowych efektach działania banków, które kreują więcej pieniądza kredytowego, niż chce go posiadać ludność danego kraju:

*Rola pieniądza w handlu zagranicznym jest taka sama jak w krajowym. W obu przypadkach pieniądz jest środkiem wymiany. W obu kupno i sprzedaż skutkują czymś więcej niż tylko zmianą ilości posiadanej przez jednostki i przedsiębiorstwa gotówki tylko jeśli ludzie świadomie zmięrzają do powiększenia lub zmniejszenia swoich zasobów pieniężnych. Nadwyżka pieniędzy wpływa do kraju tylko wtedy, jeśli jego mieszkańcy chcą powiększyć sumę posiadanych przez siebie pieniędzy bardziej niż obcokrajowcy. Od odpływu pieniędzy dochodzi tylko wtedy, jeśli mieszkańcy danego kraju są skłonni zredukować swoje zasoby pieniężne bardziej niż obcokrajowcy. Przepływ pieniędzy z jednego kraju do drugiego, który nie jest zrównoważony przepływem w przeciwnym kierunku nigdy nie jest nieumyślnym rezultatem międzynarodowych transakcji handlowych. Przeciwnie, jest to zawsze wynik umyślnych zmian w ilości zasobów pieniężnych posiadanych przez mieszkańców krajów. Tak jak pszenica jest eksportowana tylko wtedy, jeśli mieszkańcy danego kraju chcą wyeksportować nadwyżki pszenicy, tak pieniądz jest eksportowany tylko wtedy,*

*kiedy mieszkańcy chcą wyeksportować sumę pieniędzy, którą uważają za nadwyżkę<sup>2</sup>.*

To, co napisał Mises jest przeciwieństwem tego, czego nauczają ekonomiczne media głównego nurtu: na początku jest handel dobrami, a za nim podąża pieniądz, aby wyrównać bilans wymiany. Mises pisał o handlu zagranicznym, że te same zasady odnoszą się do inwestycji międzynarodowych. Klienci będą kupować importowane dobra (eksport pieniędzy), jeśli Fed stworzy więcej pieniędzy niż ludność USA chce posiadać, inwestorzy „zaimportują” możliwości inwestowania (eksport pieniędzy na inwestycje), jeśli Fed stworzy więcej nowych pieniędzy, niż inwestorzy chcą posiadać. W rezultacie Fed eksportuje niezrównoważony boom, często na rynki wschodzące. To jest jedyna przyczyna, dla której pieniężna pompa Fedu nie wygenerowała wyższej inflacji (cenowej) w USA, której chcieliby ekonomiści głównego nurtu.

Eksport inwestycji dolarowych na rynki wschodzące spowodował boom w tych gospodarkach, lecz groźba ograniczenia ekspansji kredytowej przez Fed przyniosła zamieszanie. Oczywiście, Fed nie zrobił nic poza ograniczeniem o 10 mld USD comiesięcznych masowych zakupów obligacji. Fed przekonuje, że to zatrzyma stopy procentowe na poziomie bliskim zeru na czas nieokreślony. Oznacza to, że ilość pieniędzy płynąca na rynki wschodzące może zwiększyć się w przyszłości, jak przewiduje IIF. Ostatecznie Fed będzie musiał podnieść stopy procentowe i wtedy rynki wschodzące będą zmuszone za to zapłacić. Jak napisał Mises:

*Jednym z głównych celów dewaluacji walutowej — niezależnie od jej skali — jest... zmiana warunków dla handlu zagranicznego. To sprawia, że małe kraje nie mogą manipulować swoją walutą niezależnie od poczynań krajów, z którymi łączą je najbliższe relacje handlowe. Tak więc kraje te zmuszone są do podążania za polityką pieniężną innych.*

---

<sup>2</sup> Ludwig von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*, Scholars Edition, (1998), s. 446; Polskie wydanie: *Ludzkie Działanie*, Fundacja Instytut Ludwiga von Misesa, (2007).

Sytuacja rynków wschodzących odzwierciedla kolejny aspekt austriackiej teorii cykli koniunkturalnych: większość tych gospodarek eksportuje towary takie jak metale, żywność, węgiel i ropę. W austriackiej taksonomii, według której dobra konsumpcyjne są dobrami niższego rzędu, produkują one dobra wyższego rzędu. Kolejna analogia: towary leżą u źródła strumienia produkcji i przechodzą wiele transformacji zanim staną się dobrami konsumpcyjnymi. Są też bardziej czułe na zmiany w podaży pieniądza, ponieważ ich produkcja wymaga intensywnych procesów kapitałowych. Produkcja jest dużo bardziej podatna na zmiany niż dobra konsumpcyjne.

Uproszczona taksonomia światowej struktury produkcji może klasyfikować USA, Europę i Japonię jako producentów dóbr kapitałowych pośrednich między producentami surowców z rynków wschodzących oraz producentami dóbr konsumpcyjnych, takimi jak Chiny. Ta klasyfikacja nie jest jednak ścisła, ponieważ w większości krajów produkcja obejmuje kilka etapów. Niemniej jednak, rosnąca integracja weszła na poziom międzynarodowej specjalizacji w obrębie struktury kapitałowej. Chiny stają się producentem dóbr konsumpcyjnych, podczas gdy USA importują wiele dóbr konsumpcyjnych oraz surowców, aby przetworzyć je na pośrednie dobra kapitałowe, takie jak samoloty, urządzenia generujące elektryczność czy samochody.

W międzynarodowym kontekście austriacka teoria cykli koniunkturalnych może działać następująco: Fed rozszerza kredyt, i w rezultacie podaż pieniądza, podczas recesji celem stymulacji popytu globalnego w USA. To jednak stwarza więcej pieniędzy, niż obywatele USA chcą posiadać, zatem kupują oni więcej importowanych dóbr konsumpcyjnych z Chin oraz inwestycji na rynkach wschodzących. Eksport kapitałów inwestycyjnych powoduje boom w fazach wyższego rzędu struktury kapitałowej na rynkach wschodzących zamiast w USA, gdzie miały trafić pieniądze w zamiarach Fedu.

Oczywiście, Europa i Japonia dołączają się do światowego rynku rezerw walutowych i dążą do rozszerzenia kredytu w synchronizacji z USA, zwielokrotniając w ten sposób efekty tego procesu.

W którymś momencie Fed zacznie cofać ekspansję kredytową, żeby zapobiec rosnącej inflacji cenowej w USA. Inwestorzy wycofają swoje pieniądze z rynków wschodzących i spowodują spadek kursu walut rynków wschodzących wobec dolara, jena i euro. Raport IIF z października ostrzega, że „przy tych samych okolicznościach, oczekiwania rynku wobec amerykańskiej polityki,

co do wzrostu stopy procentowej z obecnego 1 proc. do 2 proc. na koniec 2015 roku mogłyby poskutkować okrojeniem przepływów pieniężnych krajów wschodzących o około 43 mld USD...<sup>3</sup>.

Spadające kursy wymiany walut spowoduje, że długi zaciągnięte w USD i EUR przez rządy oraz biznes w krajach rynków wschodzących staną się trudniejsze do spłaty i pojawią się bankructwa. Jeśli kraje rynków wschodzących spróbują obronić swój kurs walutowy poprzez wyższe stopy procentowe, by przyciągnąć więcej inwestycji, pogorszą warunki dla krajowych działań kredytowych i pociągną za sobą ryzyko zaostżenia kryzysu gospodarczego.

Tak więc rynki wschodzące stają w tym samym czasie przed dwoma problemami: (1) odpływu kapitałów inwestycyjnych z USA oraz (2) załamania popytu na towary w miarę jak boom zmienia się w załamanie gospodarcze.

Gdyby tylko Fed widział szkody, które powoduje nie tylko w USA, ale i zagranicą...

---

<sup>3</sup> *IIF Research Notes*, s. 6