

Miloš Král'

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

ANALIZA POLSKIEJ WALUTY Z PUNKTU WIDZENIA CARRY TRADE DLA WYGOSPODAROWANIA ZYSKU PRZEZ INWESTORÓW WALUTOWYCH W LATACH 2006-2011

Wprowadzenie

Zasada Carry trade i niektóre metody Carry trade są bardzo stare, mają nawet ponad 2000 lat. W historii nowożytnej gospodarki i nauki po raz pierwszy były opisane około 140 lat temu przez słynnego niemieckiego ekonomistę Adolfa Wagnera w jego Bodensatztheory, a powszechnie znane stały się wiosną 2005 r. Wówczas zasada Carry trade i niektóre z jej metod ukazały się na pierwszych stronach najbardziej znanych światowych czasopism, a to dzięki ich wykorzystaniu w transakcjach w handlu przy użyciu japońskiego jena oraz korony islandzkiej.

Mało znany jest fakt, że Carry trade występuje w formie zasady oraz że jest z nią związana metoda, którą inwestorzy z powodzeniem zrealizowali również na walucie polskiej (PLN). Jak okaże się na końcu niniejszego artykułu, wdrożenie metody skutkuje negatywnymi konsekwencjami dla Polski i jej gospodarki.

1. Charakterystyka Carry trade

Począwszy od 2005 r. istnieje wiele sformułowań opisujących fenomen Carry trade. Najczęściej jednak są one ukierunkowane na jeden lub maksymalnie dwa podstawowe typy (z czterech) tej zasady. Ich definicje zostały przedstawione np.

przez M. Hattori, J. Jamesa, H. Shina, Ch. Beera, M. Li¹ i wielu innych. Kompletna definicja Carry trade została przedstawiona następująco:

- Rozdzielono zjawisko Carry trade na dwie główne, a zarazem podstawowe części; zdefiniowano zasadę Carry trade oraz metodę Carry trade.
- Zdefiniowano podstawowe formy (aktywa) – akcje, zobowiązania, towary i waluty – w których zasada Carry trade jest obecna na krajowych rynkach finansowych.
- Zdefiniowano główne pochodne formy metody Carry trade i jej zasady w strukturze systematycznej².

1.1. Sformułowanie problemu

Definicja zasady Carry trade jest następująca:

„Carry trade jest zasadą finansową, która:

- jest związana z istnieniem w tym samym czasie dwóch różnych aktywów dochodowych,
- prowadzi do osiągnięcia zysków w sytuacji, kiedy nisko nakładowe aktywo (tj. za niskie oprocentowanie, dzisiaj około 0%) jest pożyczone na określony czas, a w ten sposób pozyskane środki są przeniesione na podobny okres czasu do aktywa przynoszącego wyższą stopę zwrotu³.

Natomiast przyjęta definicja metody Carry trade to:

„Carry trade to także metoda finansowa polegająca na wykorzystaniu funkcjonowania zasady Carry trade – a więc na świadomym i aktywnym wyszukiwaniu dwóch długookresowo różnych aktywów dochodowych.

Jest ona realizowana poprzez »krótką sprzedaż« (short position, de facto poprzez pożyczanie środków pieniężnych) aktywa, które w długim okresie charakteryzuje się niską stopą zwrotu, a następnie zainwestowaniu w ten sposób pozyskanych środków finansowych w aktywa, które w długim okresie przynoszą wyższą stopę zwrotu (long position)⁴.

Z uwagi na to, iż w najbardziej prestiżowych naukowych bazach danych Web of Science i Scopus do roku 2009 nie znajdował się żaden artykuł poświęcony

¹ M. Hattori: *Yen Carry Trade and the Subprime Crisis*. IMF Staff Papers 2009, 56, 2, s. 384-409; J. James: *Uncovered Interest Parity and the FX Carry Trade*. „Quantitative finance” 2009, 9, 2, s. 123-127; H. Shin: *The Broad Yen Carry Trade*. „Globalization and Systemic Risk” 2009, 6, s. 169-189; Ch. Beer: *Borrowing in Foreign Currency: Austrian Households as Carry Traders*. „Journal of Banking & Finance” 2010, 34, 9, s. 2198-2211.

² M. Král', M. Kovarik: *Carry Trade*. Vydavateľstvo Georg, Žilina 2011, s. 236.

³ Ibid., s. 67-68

⁴ Ibid.

analizie waluty polskiej z punktu widzenia Carry trade, celem niniejszego artykułu jest pokazanie możliwości wykorzystania Carry trade w stosunku do polskiego złotego (i uzyskania zysków z jego zastosowania) przez inwestorów znających zasadę Carry trade.

W artykule została poruszona następująca kwestia badawcza:

- Na czym polega wykorzystanie Carry trade dla osiągnięcia zysku przez inwestorów walutowych – w niniejszym przypadku na przykładzie waluty polskiej (PLN).

W przypadku, gdy odpowiedź na powyższą kwestię badawczą jest pozytywna, wówczas można postawić kolejne pytanie:

- Czy może ono być tak silne, że jego wykorzystanie przez specjalistów walutowych (oraz spekulantów) będzie miało negatywny wpływ na budżet Polski?

2. Analiza polskiej waluty z wykorzystaniem Carry trade przez inwestorów walutowych dla osiągnięcia zysku

Rozwiązanie problemu badawczego jest możliwe dzięki przeprowadzeniu analizy w podobny sposób, jak przedstawiono na przykładzie koron słowackich (SKK) i czeskich (CZK)⁵. Dla potrzeb niniejszego artykułu analiza ta zostanie przedstawiona tylko w skróconej formie, za pomocą wykresów kursów walutowych PLN/USD oraz PLN/EUR dotyczących lat 2006-2011.

Oba wykresy w przejrzysty sposób ukazują informacje, które najlepsi inwestorowie oraz przedsiębiorcy na świecie „currency swingers” wykorzystują do osiągnięcia swoich zysków. Jak widać, zyski te są duże.

2.1. Wyjaśnienie rysunku 1 na przykładzie studium przypadku

Potwierdzenie istnienia długookresowej przestrzeni dla możliwości realizacji zasady i metody walutowego Carry trade w odniesieniu do polskiego złotego ukazują wykresy kształtowania się jego kursu w stosunku do dolara (USD) i euro (EUR) w ciągu lat 2006-2011 (rys. 1 i 3).

⁵ Ibid.



Rys. 1. Kurs walutowy PLN/EUR w przedziale czasowym 2006-2011

Źródło: Na podstawie danych ČNB (Narodowego Banku Czech – Česká národní banka).

Istnieją dwie możliwości objaśnienia powyższego wykresu:

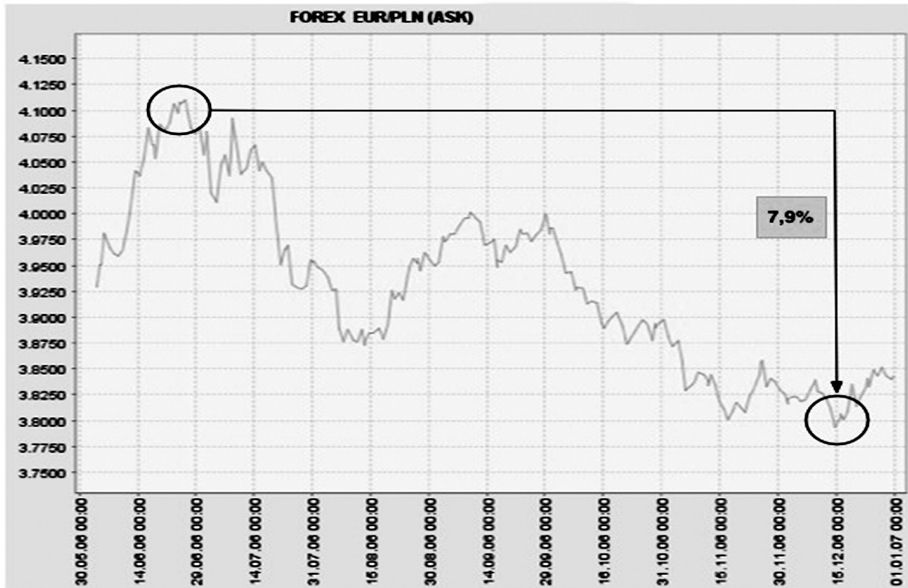
- a) bez znajomości zasady Carry trade,
- b) ze znajomością zasady Carry trade, na podstawie jej dwóch głównych rodzajów (z czterech), w których Carry trade funkcjonuje na światowych rynkach finansowych, w tym przypadku typu dłużowego i walutowego.

Nieznający zasady oraz metody Carry trade nie rozumieją realnych treści powyższego wykresu, tzn. dlaczego PLN zmieniał się tak rygorystycznie w danym kierunku w latach 2006-2011 (z własnego doświadczenia autora – jest to również przypadek profesorów ekonomii z najbardziej prestiżowych uniwersytetów w Polsce, na Słowacji i w Czechach). Druga grupa (ze znajomością Carry trade) wychodzi z założenia akceptacji istnienia teorii Bodensatz od Adolfa Wagnera oraz negacji płatności w ramach funkcjonowania teorii efektu międzynarodowego Fishera⁶.

Inwestor indywidualny lub instytucjonalny znający powyżej przedstawione zasady metody oraz optymalne produkty rynków finansowych używane dla osiągnięcia zysków z zastosowaniem Carry trade postąpi (i w praktyce również realnie postępował) w następujący sposób:

⁶ M. Kráľ: *Devizová rizika a jejich efektivní řízení ve firmě*. VOX nakladatelství, Praha 2003, s. 226.

- Sprzedał na początku roku 2006 przy pomocy produktu Short sell, 100 tys. euro przy stopie procentowej 2% rocznie. W ten sposób uzyskał 100 tysięcy euro w formie kredytu.
- Za uzyskany kapitał kupił walutę PLN w cenie 4,10 PLN/EUR za kurs i uzyskał 410 tys. PLN (rys. 2).
- Tę kwotę PLN ulokował na okres jednego roku na stopę procentową lokaty 6% rocznie⁷. Na koniec roku z lokaty uzyskał kwotę 24 tys. PLN. Z niej zwrócił 2% kosztów za uzyskany (short) kredyt, tj. tylko 7600 PLN; a to dlatego, że kurs złotego umacniał się w ówczesnym czasie, a rok zamknął się na poziomie 3,80 PLN/EUR ($2 \times 3800 = 7600$ PLN).



Rys. 2. Kurs walutowy EUR/PLN

Źródło: Na podstawie danych ČNB.

Dzięki użyciu Carry trade całkowity wynik finansowy (zysk) inwestora za jeden rok wyniósł więcej niż wprost proporcjonalnie w stosunku do poziomu inwestowania (100 tys.) w walucie euro; składał się z następujących dwóch elementów:

- z różnicy między poziomami stóp procentowych PLN a EUR ($6\% - 2\% = 4\%$, tj. $24\,000 - 7\,600 = 16\,400$ PLN),

⁷ W tym czasie w Polsce było możliwe uzyskanie lokaty oprocentowanej powyżej 7%. Wówczas zysk osoby używającej Carry trade był jeszcze wyższy w porównaniu ze studium przypadku.

- z różnicy kursowej, dzięki umacnianiu się PLN w stosunku do EUR w 2006 r. (a później i w całym roku 2007, aż do września 2008 r.; umocnienie PLN wynosiło około 8% ($4,10/3,80 = 1,079$, tj. 7,9% rocznie); zysk 30 000 PLN (410 000 – 380 000).

Łącznie inwestor na inwestycji finansowej 100 tys. EUR w 2006 r. w stosunku do PLN osiągnął zysk 46,4 tys. PLN (16 400 z lokaty, a 30 000 z różnicy kursu PLN i EUR). Tak samo postąpił w całym 2007 r., a później aż do kryzysu we wrześniu 2008⁸.

Podczas tego okresu polski złoty charakteryzował się całkiem wysokim oprocentowaniem dla funduszy, podobnie do EUR i USD. Różnica wynosiła ok. 3%-5% rocznie. W ciągu dwóch lat (2006-2008, do upadku Lehman Br.) inwestycja w polskiego złotego przyniosła inwestorom zysk aż 6%-10% w porównaniu do tej samej inwestycji w EUR lub USD. Nie są to jednak całkowite zyski, które osiągnęli inteligentni inwestorzy znający zasadę Carry trade. Kolejne duże zyski – jak pokazuje studium przypadku – przyniosła aprecjacja polskiego złotego wobec EUR lub USD w ciągu 2 lat (2006-2008), całkiem ponad 20%.

Następnie – we wrześniu 2008 r. – pojawił się ekstremalnie silny sygnał dla inteligentnych i znających zasadę Carry trade „money makers”, był to upadek LB. Dla inwestorów walutowych było oczywiste, że cały „gorący” pieniądź („hot money”) – również ich własny, dość szybko wróci do swoich finansowych central. Dlatego też szybko zamknęli swoje otwarte pozycje w PLN i innych podobnych walutach (real brazylijski, forint węgierski itp.); a pieniądze powróciły do krajów ojczystych (pierwotnych gospodarek). Efekt takich działań na PLN (oraz inne podobne waluty) jest widoczny na przedstawionych wykresach (rys. 1 i 3) w okresie od września 2008 do kwietnia 2009 r.

Podobny przebieg miał kurs PLN w stosunku do USD w całym okresie 2006-2011 (rys. 3). Dlatego też inwestor znający zasadę Carry trade zastosował ten sam sposób postępowania, „Short selling” USD w stosunku do PLN, z analogicznymi wysokimi zyskami jak w przypadku EUR. W rezultacie obserwuje się obecność negatywnego efektu na markoekonomiczny wynik finansowy, a zatem na polską

⁸ Tylko do momentu światowego kryzysu finansowego – a to dlatego, że jako profesjonalny inwestor wie, że zawsze w czasie kryzysu kapitał finansowy na całym świecie „ucieka” z państw rynków wschodzących do central macierzystych, a te znajdują się zawsze w państwach wysoko rozwiniętych. To powoduje szybki spadek kursów walutowych gospodarek rynków wschodzących, nie tylko w Polsce, ale także w Czechach, na Węgrzech i w wielu innych im podobnych gospodarkach. Inwestor ten ponownie kupi PLN od marca 2009 (za kurs 4,90) i zostanie w tej pozycji inwestycyjnej („short” w EUR i „long” w PLN) aż do końca 2011 r. (por. drugą połowę rys. 1 i 3).

gospodarkę, gdzie zyski inwestorów Carry trade w stosunku do PLN obciążają bilans płatniczy Polski.



Rys. 3. Kurs walutowy PLN/USD w przedziale czasowym 2006-2011

Źródło: Na podstawie danych ČNB.

W przedstawionym studium przypadku nie chodzi tylko o beztreściowy przykład teoretyczny daleki od realnej sytuacji gospodarczej, ale o przykład, który potwierdza realne empiryczne doświadczenie: dwa duże międzynarodowe banki – CitiBank i KBC – oferują w ramach swoich produktów finansowych bezpośrednią możliwość realizacji Carry trade w stosunku do polskiego złotego (i to nie tylko w Polsce, ale również w Czechach i na Słowacji⁹).

3. Dyskusja

Przedstawione powyżej studium przypadku (jak również realne empiryczne doświadczenie w Czechach i na Słowacji) ukazuje, że polska gospodarka poniosła stratę (możliwie że i w miliardach złotych); ponieważ zawsze jest ktoś, kto sfinansuje zyski inteligentnych inwestorów z ich „gorącego” pieniądza („hot mo-

⁹ Autor zna osobiście przynajmniej trzy osoby, które wykorzystały te produkty z zyskiem (minimalna inwestycja w KBC wynosiła 100 tys. EUR lub jego wielokrotności).

ney”) i wykorzystanie przez nich Carry trade – w przedstawionym przypadku polski budżet. Końcowym ogniwiem każdego takiego zysku jest jeden subiekt, który zapłacił wszystko – jest nim drukarz danej waluty, wobec której przeprowadzono konkretną operację finansową. W sytuacji otwartej pozycji przeciw polskiemu złotemu, a następnie kiedy po jej zamknięciu inwestor walutowy osiąga zysk – jest on denominowany w PLN; płaci go państwo polskie z budżetu, który mógł być przeznaczony np. na cele społeczne. Jakie działania należałoby zatem podjąć, aby nie dopuścić do powtórzenia podobnej sytuacji w przyszłości.

Zalecanym rozwiązaniem jest zmiana polityki przez państwo polskie – Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, Sejm, Ministerstwo Gospodarki – na nową, tzn. taką politykę finansową i gospodarczą, która nie będzie nastawiona na rozwój gospodarki poprzez wysoki i ciągle rosnący dług (i temu odpowiadających wysokich stopach procentowych), ale na niskich stopach procentowych. Takie stopy procentowe ma np. czeska gospodarka (w latach 2012-2013 tylko 0,7% rocznie), która na sfinansowanie swojego długu przeznaczą 100 mld koron (całkowity dług w Czechach wynosi 1,4 miliarda CZK), tzn. o 3 mld koron (tak samo mogłoby być w przypadku polskiego złotego) mniej w porównaniu do kosztów ponoszonych w Polsce. W 2012 r. suma ta wyniosła około 40 mld CZK na 1400 mld koron długu.

W latach 2011 oraz 2012 Republika Czeska emitowała obligacje państwowe na poziomie 0,85% rocznie w porównaniu do około 5% rocznie w Polsce. Jest to wyraźnym impulsem dla polskich polityków i ekonomistów do zmiany polityki pieniężnej i budżetowej, którą państwo prowadziło w ostatnich 3-5 latach.

Podsumowanie

Zaprezentowane wykresy i analizy własne oraz wyniki badań prowadzą do następujących wniosków:

- analizowany okres lat 2006-2011 pokazuje możliwość osiągnięcia zysków przez inteligentnych inwestorów znających zasadę oraz metody Carry trade (banki, osoby prywatne, fundusze inwestycyjne, podmioty prawne itp.) w stosunku do polskiego złotego oraz że
- możliwość ta istniała w przypadku obu typów Carry trade (w formie długu, jak również walutowego Carry trade).

**THE ANALYSIS OF THE POLISH CURRENCY FROM THE PERSPECTIVE
OF CARRY TRADE TO GENERATE PROFITS BY INVESTORS
BETWEEN THE YEARS OF 2006-2011**

Summary

The article introduces the issue of Carry trade. It presents an analysis of its use on the example of currency Carry trade in the years 2006-2011 with the aim to obtain profits on the exchange rates PLN/EUR and PLN/USD. Historical data depicted in charts confirm the possibility of obtaining large profits from the investments done on the Polish currency by the investors who know a principle and methods of Carry trade, and use the optimal financial products existing in the global financial markets. The profits of investors were financed by the issuer – i.e. the Polish economy (in its Balance of payments).