

Valutne vojne

Kdo bo zmagovalec in kdo bo poraženec v valutnih vojnah?

To je vprašanje, ki si ga zastavlja vedno več investorjev. Že sama beseda vojna je tako dovolj odmevna, da pritegne pozornost javnosti. Pri vsem skupaj je zanimivo to, da gre za spopad, ki si ga države želijo izgubiti.

Kaj so valutne vojne?

O valutnih vojnah govorimo, kadar si države prizadevajo izboljšati relativni položaj svojega izvozno naravnane gospodarstva z ukrepi, ki vodijo v razvrednotenje njihovih valut. Izraz vojna namiguje, da ti ukrepi niso usklajeni z ostalimi državami in da jim le-te ostro nasprotujejo. Devalvacije oziroma deprecije valut so sicer stalnica ekonomskih odnosov, vendar navadno v medijih nimajo vojnega prizvoka.

Valutne vojne so nevarne, ker države v tekmi za pomoč svojemu gospodarstvu kmalu ugotovijo, da niso uspele razvrednotiti svoje valute, saj če to poskuša več držav hkrati, obstaja velika verjetnost, da bodo relativna razmerja med valutami na koncu po začetnih velikih nihanjih ostala približno enaka. Zato se v naslednjem koraku poslužujejo še bolj drastičnih protekcionističnih ukrepov (višje carine na uvoz, dodatne tarife, uvozne kvote, izvozne spodbude, itd.), ki vodijo v padec obsega mednarodne trgovine. Takšna vojna je posledično slaba za vse vpletene in povzroča višjo nezaposlenost, s tem pa najmanj tudi socialne nemire.

Kaj nas uči zgodovina?

Pravih valutnih vojn s spremljajočimi zapleti je bilo malo. O valutnih vojnah z vsemi negativnimi posledicami lahko govorimo zlasti v času Velike depresije v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Kruta spoznanja tega obdobja pa delujejo dovolj preventivno, da se takšne vojne ne ponavljajo.

Razvrednotenja domačih valut pred tem obdobjem težko okarakteriziramo kot vojne, so pa tehnično zanimive, saj so države to počele tako, da so zmanjšale delež zlata v kovancih¹. Po Veliki depresiji je bila večina valutnih bitk ravno nasprotnih – države so si prizadevale, da ne bi prišlo do razvrednotenja njihovih valut.²

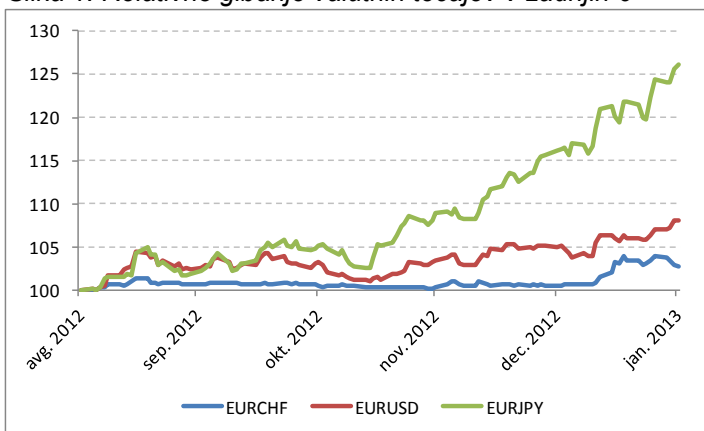
Najnovejše valutne vojne.

Zadnja valutna vojna se je začela leta 2009 ob nastanku finančno - gospodarske krize. V nadaljevanju bom sicer še naprej uporabljal **termin valutna vojna**, ki pa, kot bomo videli, močno predimenzionira dejansko stanje. Medijsko dolgoživost omenjenemu terminu je zagotovil brazilski finančni minister, Guido Mantega, z izjavo leta 2010, da se nahajamo sredi mednarodne valutne vojne.

Zadnjo valutno vojno (od leta 2009 do danes) med državami s fleksibilnimi valutnimi tečaji lahko razdelimo na tri glavna področja delovanja:

1. »Klasične« **intervencije centralnih bank**. Centralne banke z odkupi tujih valut vplivajo na deprecijo svojih domačih valut oziroma preprečujejo morebitno apreciacijo domače valute. V to kategorijo lahko uvrstimo naslednje države: Argentina, Kolumbija, Egipt, Indonezija, Izrael, Japonska, Peru, Poljska, Romunija, Rusija, Južna Koreja, Švica in Ukrajina. Najbolj odmevno je bilo ukrepanje švicarske centralne banke (SNB), ki vse od najave ni dopustila apreciacijo švicarskega franka pod 1,20 evra za frank, ostale države pa se niti niso vidno pritoževale nad tem.

Slika 1: Relativno gibanje valutnih tečajev v zadnjih 6



Vir: Bloomberg

¹ Vsebinsko enakovredna valutni vojni je ideja merkantilizma, kjer je cilj čim večje povečanje neto izvoza in je intelektualno bankrotirala že v 18. stoletju.

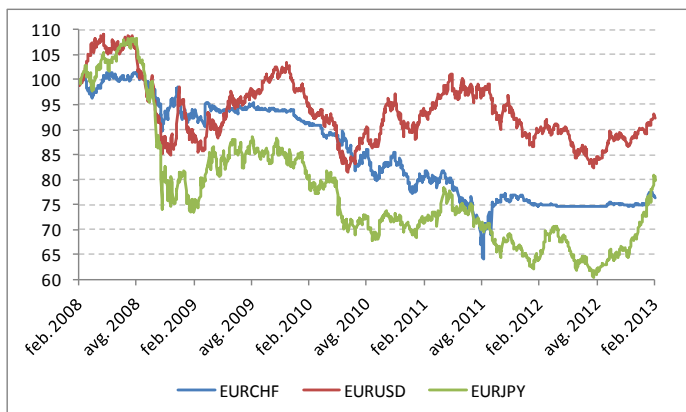
² Med bolj znanimi je t.i. črna sreda, ko je morala, 16. septembra 1992, Velika Britanija zapustiti valutni režim ERM, valutni špekulant, George Soros, pa je s stavo na padec britanskega funta zaslužil milijardo USD.

2. **Omejevanje kapitalskih tokov.** V to kategorijo lahko uvrstimo naslednje države: Brazilija, Indonezija, Južna Afrika, Južna Koreja in Tajska. Ukrepi, ki spadajo v to kategorijo, so med drugimi: uvajanje davkov na kuponske obresti obveznic za tuje investitorje, dvig davkov na kapitalske dobičke, povišanje davkov na varnostno kritje pri trgovanju z izvedenimi finančnimi inštrumenti, itd.
3. **Nekonvencionalni ukrepi centralnih bank.** Sem štejemo predvsem kvantitativno sproščanje (v medijih znano kot tiskanje denarja), ko centralne banke predvsem z odkupi državnih obveznic skušajo vplivati na povečanje denarja v obtoku. Tega so se posluževale predvsem angleška, ameriška, švicarska in japonska centralna banka. Ukrepe evropske centralne banke pa lahko pravilneje uvrstimo med kvalitativno sproščanje, saj je hkrati z odkupi državnih obveznic perifernih držav s ponudbo dovolj zanimiv depozitov komercialnim bankam skrbela tudi za sterilizacijo odkupov.

Kdo je zmagovalec in kdo poraženec?

V sklopu razvitih državah je v obdobju zadnjega pol leta (enako velja za zadnje leto) poraženec (oziroma drugače

Slika 2: Relativno gibanje valutnih tečajev v zadnjih 5 letih.



Vir: Bloomberg

gledano - zmagovalec) evroobmočje, kar niti ni nenavadno glede na najmanjši uporabljeni arzenal ukrepov centralne banke (Slika 1). V daljšem, 5-letnem obdobju, je situacija ravno obrnjena, saj so na uspešno deprecijacijo evra »zmagovito« vplivale težave Grčije, Irske, Španije in Italije. Težko pa jih štejemo v kategorijo dobro načrtovanega strateškega orožja za doseg zmag v mednarodni valutni vojni.

Zaključek.

V zadnji valutni vojni gre res tudi za samostojna dejanja centralnih bank, ki na koncu celo izpadajo kot dobro koordinirana mednarodna akcija večanja denarja v obtoku. Res je tudi, da so se razmerja med valutami spreminjala, vendar skoraj nič bolj opazno kot v časih, ko se ne uporablja vojna retorika. Največji neto efekt teh ukrepov je povečevanje verjetnosti za višjo inflacijo.

Zmagovalce oziroma poražence je bolje kot med posameznimi državami iskati med posameznimi naložbenimi razredi. Poviševanje verjetnosti za višjo inflacijo v prihodnosti negativno vpliva predvsem na naložbe s fiksnim donosom (na udaru so predvsem obveznice najbolj varnih držav). V takšnem okolju se tradicionalno najbolje obnesejo delnice oziroma mednarodno razpršeni delniški vzajemni skladi (denimo od dna v letu 2009 so v povprečju dosegli že več kot 100 % donosnost).

Simon Logar
Direktor sektorja investicijskih skladov