

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

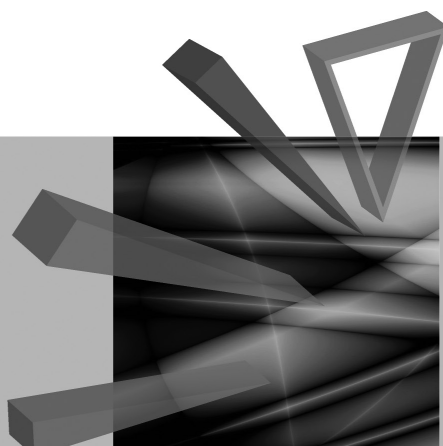
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-243-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Piotr Liszek: Polski handel zagraniczny gazem płynnym w latach 2004-2011	9
Marek Maciejewski: Otwartość polskiej gospodarki w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych	19
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Obsługa logistyczna sektora handlu	30
Dominika Malchar-Michalska: Wpływ kryzysu żywnościowego na wykorzystanie ograniczeń eksportowych w handlu międzynarodowym surowcami rolnymi	39
Jakub Marszałek: Związki rynkowej wyceny akcji i obligacji zamiennych na akcje – analiza sektorowa na giełdzie papierów wartościowych w Tel Awiwie	49
Grzegorz Mazur: Powszechny system preferencji celnych UE – w kierunku nowych rozwiązań	60
Jakub Mazurek: Międzynarodowa strategia spekulacyjna Carry Trade. Sprzeczność z teorią nieobciążonego parytetu stóp procentowych i ryzyko kryzysu walutowego jako determinanta ponadprzeciętnej stopy zwrotu ...	72
Bartosz Michalski: Międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki w perspektywie koncepcji <i>soft power</i>	83
Ewa Mińska-Struzik: Konkurencyjność polskiego eksportu produktów wysokiej techniki	95
Edward Molendowski: Główne tendencje w handlu zagranicznym Nowych Państw Członkowskich (UE-10) wynikające z akcesji do UE	106
Barbara Mróz-Gorgoń: Procesy globalizacji i ich wpływ na zarządzanie marką sieci franczyzowych	122
Wanda Nowara: Cechy filii zagranicznej jako determinanty jej dezinvestycji	132
Anna Odrobina: Korporacje transnarodowe a globalna działalność badawczo-rozwojowa	144
Monika Paradowska: Problemy zrównoważonego rozwoju transportu w kontekście międzynarodowego handlu i inwestycji	155
Paweł Pasierbiak: Powiązania inwestycyjne między Japonią i Koreą Południową	168
Iwona Pawlas: Relacje handlowe Polski z wybranymi krajami Unii Europejskiej w okresie niestabilności gospodarczej	179
Bożena Pera: Wymiana handlowa krajów Unii Europejskiej a globalny kryzys finansowy	191

Katarzyna Puchalska: Korporacje transnarodowe i ich znaczenie we współczesnej gospodarce światowej	203
Łukasz Puślecki: Zarządzanie aliansami na podstawie wyników najnowszych badań	213
Denisa Repková: Financing financial crisis in banking sector	225
Magdalena Rosińska-Bukowska: Korporacje transnarodowe wobec wyzwań semiglobalnego otoczenia	231
Jerzy Rymarczyk: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na zadłużenie krajów strefy euro	241
Iwona Sobol: Analiza instrumentów pochodnych z perspektywy finansów islamskich	252
Tadeusz Sporek: Konkurencyjność rozwoju gospodarki w procesie globalnej konkurencji i internacjonalizacji	262
Magdalena Kinga Stawicka: Handel zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne – zjawiska komplementarne czy substytucyjne w gospodarce polskiej?	269
Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Wpływ procesów globalizacyjnych na funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw w aglomeracji górnośląskiej	278
Barbara Szymoniuk: Budowanie kapitału społecznego klastrów w semiglobalnym otoczeniu	289
Alina Szypulewska-Porczyńska: Stan i tendencje rozwoju handlu w ramach rynku wewnętrznego usług Unii Europejskiej	298
Marek Wróblewski: Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec kryzysu finansowego w Europie	307
Waldemar Zadworny: Analiza postaw przedsiębiorczych w sektorze MŚP na Podkarpaciu (w świetle wyników badań ankietowych)	318
Dominika Zenka-Podlaszewska: Zyski jako determinanta inwestycji w teorii ekonomii	331
Wojciech Zysk: Działalność eksportowa spółek z udziałem zagranicznym w Polsce w latach 2004-2010	342

Summaries

Piotr Liszek: Polish foreign trade of liquefied petroleum gas in the years 2004-2011	18
Marek Maciejewski: Openness of Polish economy in terms of capital account liberalization	29
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Logistic service for trade sector	38
Dominika Malchar-Michalska: The impact of the food crisis on the implementation of agricultural export restrictions in the world agricultural trade	48

Jakub Marszałek: Shares and convertible bonds market valuation relation – sector analysis on the Tel Aviv Stock Exchange.....	59
Grzegorz Mazur: Generalised system of customs preferences of the European Union – towards new regulations	70
Jakub Mazurek: Carry Trade – international speculative strategy. Contraction with uncovered interest rate parity and currency crash risk as a determinant of excessive rate of returns	82
Bartosz Michalski: International competitiveness of Polish economy in the perspective of the soft-power concept	94
Ewa Mińska-Struzik: Competitiveness of Poland's high-tech exports	105
Edward Molendowski: Main trends in foreign trade of New Member States (EU-10) resulting from the accession to the EU.....	121
Barbara Mróz-Gorgoń: Globalization processes and their influence on franchise chain brand management	131
Wanda Nowara: Characteristics of foreign subsidiaries as determinants of its divestment.....	143
Anna Odrobina: Transnational Corporations and global research and development activities.....	154
Monika Paradowska: Problems of sustainable transport development in the context of international trade and investments	167
Paweł Pasierbiak: Investment ties between Japan and the Republic of Korea.....	178
Iwona Pawlas: Trade relations between Poland and chosen EU member economies at the time of economic instability	190
Bożena Pera: European Union trade and global financial crisis	202
Katarzyna Puchalska: Transnational Corporations and their role in contemporary world economy	212
Łukasz Puślecki: Alliance management on the basis of results of recent studies.....	224
Denisa Repková: Finansowanie kryzysu w sektorze bankowym.....	230
Magdalena Rosińska-Bukowska: Transnational Corporations in the Face of semi-global environment challenges	240
Jerzy Rymarczyk: Impact of the total financial crisis on the debts of the euro zone countries	251
Iwona Sobol: Analysis of derivatives from the perspective of Islamic finance	261
Tadeusz Sporek: Competitiveness of the development of economy in the process of global competition and internationalization	268
Magdalena Kinga Stawicka: Foreign trade and foreign direct investments – complementary or substitutable phenomena in Polish economy?	277
Krzysztof Szafarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Influence of globalisation on small and medium enterprises at Upper Silesian district	288

Barbara Szymoniuk: Building social capital of clusters in the semi-global environment	297
Alina Szypulewska-Porczyńska: State and tendencies in the development of trade within the EU internal services market.....	306
Marek Wróblewski: International Monetary Fund towards the financial crisis in Europe	317
Waldemar Zadworny: Analysis of self-starter attitude in SME'S sector in Podkarpacie region (in the light of poll results)	330
Dominika Zenka-Podlaszewska: Profits as a determinant of investment in the theory of economics.....	341
Wojciech Zysk: Export activity of companies with foreign capital share in Poland in the years 2004-2010	350

Jakub Mazurek

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

**MIĘDZYNARODOWA STRATEGIA
SPEKULACYJNA CARRY TRADE.
SPRZECZNOŚĆ Z TEORIAŁ NIEOBCIĄŻONEGO
PARYTETU STÓP PROCENTOWYCH
I RYZYKO KRYZYSU WALUTOWEGO
JAKO DETERMINANTA PONADPRZECIĘTNEJ
STOPY ZWROTU**

Streszczenie: W artykule autor wyjaśnił, czym jest zjawisko Carry Trade, opisał jego istotę, postarał się przywołać problemy dotyczące oszacowania jego skali oraz ryzyk z nim związanych. W dalszej części pracy rozważane są sprzeczności pomiędzy teorią niepokrytego parytetu siły nabywczej a faktem występowania Carry Trade, przywołany zostaje Międzynarodowy Efekt Fishera. W kolejnej części wskazana jest przyczyna ponadnormalnych stóp zwrotu – jest nią ryzyko załamania walutowego. Rozważane są również zagadnienia zmienności. W podsumowaniu autor zwrócił dodatkowo uwagę, że po okresie pokryzysowego luzowania polityki pieniężnej przyszedł korzystny okres dla stosujących strategię – niskie stopy procentowe w krajach rozwiniętych.

Słowa kluczowe: Carry Trade, spekulacja, dysparytet stóp procentowych.

1. Wstęp

W artykule autor postara się przybliżyć istotę strategii spekulacyjnej, jaką jest Carry Trade (CT), jej odniesienie do teorii niepokrytego parytetu stóp procentowych oraz kwestii ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Najpierw wyjaśniona zostanie istota strategii Carry Trade, przedstawione zostaną problemy z identyfikacją skali dokonywanych transakcji, wskazane i omówione zostaną dodatkowe w przypadku Carry Trade ryzyka. W następnej części omówione będzie odniesienie Carry Trade do niepokrytego parytetu stóp procentowych za pomocą Międzynarodowego Efektu Fishera. W kolejnej części autor wskaże przyczyny ponadprzeciętnych stóp zwrotu ze strategii oraz kwestie zmienności rynkowej.

2. Definicja oraz cechy charakterystyczne transakcji Carry Trade

Carry Trade jest strategią spekulacyjną wykorzystywaną na międzynarodowych rynkach finansowych. Istnieje wiele definicji jej samej, jednak różnice w definiowaniu Carry Trade tyczą się tak naprawdę nie jego istoty, a zakresu. Według najwęższego ujęcia: „Carry Trade to pożyczanie w walutach krajów, gdzie występują stosunkowo niskie stopy procentowe, aby zdeponować je w krajach o relatywnie wysokich stopach procentowych”. W najbardziej szerokim ujęciu, jakie autor zdołał odnaleźć w literaturze przedmiotu: „Carry Trade odnosi się do każdej transakcji finansowej, na skutek której jednostka zwiększa stosunek aktywów przynoszących wyższą stopę zwrotu w stosunku do tych przynoszących mniejszą stopę zwrotu”. Jest to jednak tak szeroka definicja, że tak naprawdę jest już bezużyteczna z perspektywy kwestii poruszanych w dalszej części artykułu. O jej abstrakcyjności dla niniejszego wyводу świadczy przykład, gdzie wpłacenie gotówki posiadanej w portfelu na rachunek oszczędnościowo-rozliczeniowy może być uważane za Carry Trade (wykorzystywanie różnic w poziomach stóp procentowych).

Zgodnie z przyjętą definicją istotą Carry Trade jest wykorzystywanie dysparytetu stóp procentowych pomiędzy wybranymi krajami o różnych systemach walutowych do osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Uważny czytelnik już zwrócił uwagę na fakt, że z takiego obrazu transakcji wynika, iż jej efekt końcowy zależy nie tylko od samego dysparytetu stóp procentowych, ale również od zmian poziomu kursu walutowego¹.

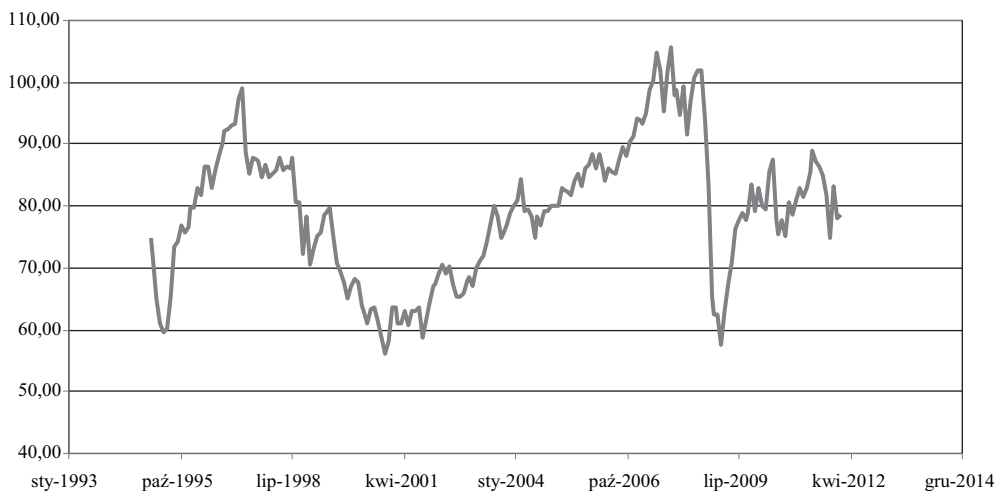
Ze względu na sposób realizacji transakcji wyróżniamy:

- CT poprzez instrumenty pochodne.
- CT kanoniczny – pożyczanie środków w kraju o niskich stopach procentowych, a inwestowanie w krajach o wyższych.

Przez transakcje poprzez instrumenty pochodne rozumiemy np. zakup kontraktu na parę walutową AUD/JPY, gdzie – wykonując zlecenie kupna(bid) – sprzedawane są jeny, kupowane zaś dolary australijskie. Na AUD/JPY Carry Trade jest uskuteczniany, co wynika z faktu względnie trwałego w czasie dysparytetu stóp procentowych (w Australii stopy procentowe w marcu 2012 wynosiły 4,25%, podczas gdy w Japonii 0-0,1%). Dodatkowo w okresach stabilnej sytuacji makroekonomicznej, czyli stosunkowo niskiej zmienności na rynkach, AUD ma tendencję aprecjacyjną względem JPY, co wynika poniekąd z występowania dysparytetu stóp procentowych. Rysunek 1 potwierdza założenia, AUD umacniało się do JPY w okresie 2001-2007.

Skala tego typu transakcji jest jednak bardzo trudna do precyzyjnego oszacowania. W wielu badaniach próbowano oszacować wielkość pozycji Carry Trade na instrumentach pochodnych na USD/JPY w 2007 r. Jednak ze względu na fakt, że

¹ J.E. Gagnon, A.P. Chaboud, *What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen?*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Discussion Papers, July 2007, no. 899; L. Menkhoff i in., *Carry Trades and FX volatility*, MPRA, April 2009, Paper no. 14728.



Rys. 1. Kurs AUD/JPY od roku 1995 do 2011 – średnie odczyty miesięczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Reserve Bank of Australia.

większość tego typu transakcji jest dokonywana na rynku OTC (kontrakty forward) oraz że ankiety prowadzone przez instytucje międzynarodowe charakteryzują się zbytnią rzadkością (same pytania w nich zawarte uniemożliwiają identyfikację CT), nie udało się to. Szacunki na podstawie pozycji netto inwestorów „niekomercyjnych” (tzn. wykorzystujących je do spekulacji) na CMEX nie będą zbyt miarodajne. Należy wziąć pod uwagę, że większość tego typu transakcji to transakcje forward².

CT kanoniczny charakteryzuje się realnym przepływem pieniędzy do gospodarki kraju, w którym lokowane są środki. Oszacowanie jego wielkości również nie jest łatwe. Tym razem wynika to z dużego poziomu agregacji danych. W związku z tym bardzo trudno jest określić wartość funduszy zaangażowanych w Carry Trade, nawet na samym jenie japońskim, który pełnił rolę waluty finansującej w Carry Trade. Przykładowo, na parze walutowej USD/JPY w okresie prowadzenia badań, tj. 2007 r., szacowano, że wielkość pozycji netto mogących być uznane za Carry Trade w przypadku sektora publicznego (*official sector*) to 875 mld USD, w przypadku japońskich banków to 40 mld USD. Niebankowy sektor prywatny posiadał za granicą aktywa netto w obcych walutach w wysokości 1,3 bln USD, jednak nie zaliczano ich w badaniu do Carry Trade³.

Autor przy omawianiu przykładu pary walutowej AUD/JPY podkreślił już jeden z najistotniejszych elementów strategii typu Carry Trade. Na rynkach walutowych panuje przekonanie, podparte empirycznymi obserwacjami, że waluta, która posiada wyższe stopy procentowe, ma tendencję do aprecjacji względem waluty o niższych

² J.E. Gagnon, A.P. Chaboud, wyd. cyt.

³ Tamże.

obowiązujących stopach procentowych. Nie jest to oczywiście żadne prawo ekonomiczne, gdyż każde państwo cechuje się inną strukturą gospodarczą, niemniej jeśli sytuacja gospodarcza wydaje się ustabilizowana, dysparytet stóp procentowych wpływa pozytywnie (aprecjacja) na wartość waluty o względnie wyższych stopach procentowych. Dlatego też CT jest tak atrakcyjne dla dużych inwestorów instytucjonalnych. Obok zysków z tytułu wyższej premii za zaangażowany kapitał (dysparytet stóp procentowych) mogą oni uzyskać również premię z tytułu korzystnej zmiany kursu walutowego⁴.

Tabela 1 pokazuje, jak przy założonej stopie zwrotu z funduszy zainwestowanych w brazylijskie bony skarbowe oprocentowane na 9,75%, przy koszcie kapitału pożyczonego w Stanach Zjednoczonych po 0,25%, zmiana kursu walutowego wpływa na efekt końcowy inwestycji. Pierwszy wariant wskazuje stopę zwrotu przy założeniu braku zmiany kursu walutowego po roku. Drugi i trzeci wariant uwzględniają dużą, bo 15% zmianę kursu. W wariacie drugim deprecjacja USD powoduje duży dodatkowy zysk. W wariacie trzecim aprecjacja USD powoduje stratę, mimo występowania korzystnego dysparytetu stóp procentowych. Inwestorzy zaangażowani w Carry Trade liczą na dodatkowe zyski z tytułu trendu aprecjacyjnego. Nie jest to jednak pewnik, jak autor pokaże w dalszej części pracy.

Tabela 1. Przykład wpływu zmiany kursu na wynik inwestycji

X	Początek roku	Koniec roku	Wynik netto
Brak zmiany kursu	1 mln USD	1,095 mln USD	95 tysięcy USD
Deprecjacja USD	1 mln USD	1,288 mln USD	288 tysięcy USD
Aprecjacja USD	1 mln USD	0,929 mln USD	-71 tysięcy USD

Źródło: opracowanie własne – dla średniego kursu wejściowego USD/BRL 1,8049 (z 12.03.2012).

Strategie typu Carry Trade wiążą się również z określonymi dodatkowymi ryzykami. Są to przede wszystkim ryzyko rynkowe obcego kraju oraz ryzyko walutowe.

Autor jednak zwraca jeszcze uwagę na rozszerzenie charakteru ryzyka stopy procentowej. W wypadku inwestycji w kraju macierzystym ryzyko to jest w pewnym sensie jednostronne. Przy transakcjach Carry Trade zmiana stóp procentowych może wystąpić w obu krajach (macierzystym i obcym), co wpływa na sam poziom rozwarstwienia stóp procentowych. Co więcej, może dojść do szybkiej ich konwergencji na skutek przeciwnych działań banków centralnych (w kraju o niższej stopie rozpoczyna się cykl podwyżek, w kraju o wyższym poziomie zaś te stopy procentowe są obniżane). Między 2007 a 2008 rokiem spadek dysparytetu między USD a JPY (jak i wzrost ryzyka rynkowego w Stanach Zjednoczonych) doprowadził do

⁴ Z. Darvas, *Leveraged Carry Trade Portfolios*, „Journal of Banking and Finance”, May 2009, vol. 33, issue 5.

zmiany trendu na rynku walutowym. Jen zaczął się umacniać, z drugiej strony dysparytet stał się mało korzystny dla inwestorów, co doprowadziło do zmniejszenia skali transakcji CT na tej parze walutowej.

Rysunek 2 przedstawia deprecjację USD względem jena po kryzysie finansowym (2007-2008). Była ona pogłębiona wskutek zamykania długich pozycji na USD/JPY przez spekulantów zajmujących pozycję zgodnie z omawianą strategią.



Rys. 2. Kurs USD/JPY od roku 1995 do 2011 – średnie odczyty miesięczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Pacific Exchange Rate Service.

Ryzyko rynkowe obcego kraju – występuje zwłaszcza gdy tyczy się zakupów akcji w obcych krajach w celu skorzystania na wyższych stopach zwrotu. W różnych krajach występują różne struktury gospodarcze. W niektórych państwach, zwłaszcza gdzie stosuje się regułę Taylora, występuje pozytywna korelacja pomiędzy inflacją a realnymi stopami procentowymi. Z drugiej strony niezwykle istotna jest zależność między rynkowymi stopami zwrotu z akcji a kursem walutowym. Zdarza się, że aprecjacja waluty w gospodarce opartej na eksporcie powoduje spadki indeksów giełdowych, co znacząco wpływa na finalne stopy zwrotu z całej inwestycji. Istotne zwłaszcza, gdy kapitał alokuje się na rynki kapitałowe⁵.

⁵ A. Corcoran, *The Determinants of Carry Trade Risk Premia*, IHS Discussion Paper, March 2009, Paper no. 287.

Ryzyko kursowe – najbardziej istotne w całej filozofii Carry Trade. Wydawałoby się, że podmioty będą dążyć do zabezpieczenia tego rodzaju ryzyka poprzez choćby i użycie instrumentów pochodnych. W klasycznym Carry Trade tak jednak nie jest, ponieważ zabezpieczenie wiąże się z kosztami. Instytucje finansowe pożyczają pieniądze, po to by wykorzystać efekt dźwigni finansowej. Zwielokrotniona pozycja, poza zyskiem z np. obligacji, daje dodatkową możliwość zwrotu z tytułu aprecjacji waluty, w której otwarta jest pozycja długa. Zdarza się zabezpieczanie CT, ale głównie poprzez jednoczesne kupowanie i wystawianie opcji Out of the Money na waluty. Powoduje to, że pozycja jest chroniona dopiero przed relatywnie dużymi stratami. Często fakt występowania ryzyka kursowego jest wykorzystywany do wyjaśnienia sukcesu strategii CT na określonych interwałach czasowych⁶.

3. Carry Trade a teorie parytetu stóp procentowych oraz parytetu siły nabywczej (PPP)

Wielu ekspertów badających zagadnienia związane z kształtowaniem się kursów walutowych przyjmuje, że w długim okresie można wskazać, iż teoria parytetu siły nabywczej kształtuje kursy walutowe (przynajmniej w stopniu, na jaki pozwala przepływ towarów i usług). Niemniej poza PPP występują również inne czynniki. Często istnieje potrzeba analizy na krótszych niż kilka dekad interwałach. Stąd też występują inne teorie wyjaśniające fluktuacje kursów walutowych. Zdawałoby się, że najbardziej odpowiednie do analizy zjawiska Carry Trade są klasyczne teorie parytetu stopy procentowej, jednak one zdają się przeczyć możliwości wystąpienia analizowanego zjawiska, które jest popularne na rynkach finansowych. Dlatego w ostatnich latach pojawiło się wiele badań próbujących wyjaśnić tajemnicę Carry Trade. Jednak na początek autor pozwoli sobie wyjść od samej teorii parytetu stopy procentowej⁷.

Zgodnie z teorią parytetu stopy procentowej dochód z alternatywnej/ekwiwalentnej inwestycji w dwóch różnych krajach jest taki sam, niezależnie od różnic w nominalnych stopach procentowych. Faktorem dostosowawczym w tym wypadku jest kurs walutowy. Uzasadnieniem są dwa założenia. Pierwsze, że realna stopa procentowa ma tendencję do wyrównywania się. Na przykład, gdy pojawia się nierównowaga, tzn. w jakimś państwie realna stopa procentowa jest wyższa, dochodzi do napływu kapitału do gospodarki kraju o wyższych realnych stopach procentowych, doprowadzając do wzrostu podaży kapitału i docelowo wyrównania tych stóp. W drugim założeniu zaś efekt Fishera prowadzi do deprecjacji waluty o względnie

⁶ A. Corcoran, wyd. cyt.; V. Coudert, V. Mignon, *The "Forward Premium Puzzle" and the Sovereign Default Risk*, CEPII WP, July 2011, no. 2011-17.

⁷ W. Marciniowska-Lewandowska (red.), *Analiza kursu walutowego*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 130-132; J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 181-182; A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 304-310.

wyższej inflacji w parze walutowej (*ceteris paribus*). Na podstawie takich tez możemy prognozować, że kurs waluty o początkowo wyższym poziomie stóp procentowych będzie ulegał deprecjacji⁸.

Oczywiście nominalna stopa procentowa składa się nie tylko z tej realnej (r), ale również z oczekiwanej inflacji (π^*). W ujęciu bardziej szczegółowym dochodzą premia za płynność (l_p) oraz za ryzyko (r_p). Naturalnie należy uwzględnić wpływ zarówno premii za ryzyko, jak i płynność w obserwacji fenomenu CT.

$$i = r + \pi^* + l_p + r_p.$$

Rozważania nad wpływem dyspersji stóp procentowych na zachowanie się kursów walutowych zostało kompleksowo potraktowane w Międzynarodowym Efekte Fishera (MEF). Przyjmuje on, że waluta państwa o wyższych nominalnych stopach procentowych będzie się osłabiać względem waluty, gdzie stopy nominalne są niższe. Doprowadzi to do sytuacji, gdzie stopy zwrotu z porównywalnych inwestycji pomiędzy krajami ulegną wyrównaniu z perspektywy spekulantów. Jest to połączenie w całość naszych uprzednich rozważań⁹.

MEF przyjmuje, że stopa nominalna zależy wyłącznie od realnej i oczekiwanej inflacji.

$$(1 + i) = (1 + r) \times (1 + \pi^*).$$

Międzynarodowy Efekt Fishera można przedstawić w postaci równania, gdzie zmienne oznaczają: S_t – kurs na koniec okresu; S_0 – kurs na początku okresu; i_d – nominalna stopa procentowa w kraju; i_f – nominalna stopa procentowa za granicą.

Poniższe równanie zakłada, że przyszła zmiana kursu walutowego (lewa strona równania) jest zależna od różnicy w nominalnych stopach procentowych w kraju i za granicą (prawa strona). Oznacza to, że relatywny wzrost nominalnych stóp procentowych w kraju będzie prowadził do deprecjacji waluty krajowej (i odwrotna zależność w przypadku wzrostu nominalnych stóp procentowych w drugim kraju)¹⁰.

$$\frac{S_t - S_0}{S_0} = \frac{i_d - i_f}{1 + i_f}.$$

Pytanie zasadnicze dla zrozumienia istoty transakcji typu Carry Trade brzmi: Czy teoria niepokrytego parytetu siły nabywczej (dokładnie chodzi o zależności z efektu MEF) działa na rynkach finansowych? Odpowiedź brzmi: nie zawsze.

⁸ J. Rymarczyk (red.), wyd. cyt., s. 181-184; E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2000, s. 100-105.

⁹ E. Najlepszy, wyd. cyt.

¹⁰ Tamże.

W tym punkcie pojawia się okazja do funkcjonowania strategii Carry Trade na międzynarodowych rynkach finansowych.

Istnieją różne uzasadnienia faktu, że teoria niepokrytego parytetu stopy procentowej nie działa. Według częstych opinii to właśnie Carry Trade prowadzi do odwrotnego zachowania się kursów walutowych, powodując częste umacnianie się walut krajów o wyższych stopach procentowych. Problem wydaje się jednak bardziej skomplikowany. Po pierwsze, każda gospodarka jest inna i każdy przypadek z tego również powodu jest na swój sposób specyficzny. Gospodarki poszczególnych krajów cechują się różnym stopniem umiędzynarodowienia, otwartości na przepływy finansowe, stopniem rozwoju czy choćby różnym poziomem inflacji. Oznacza to między innymi, że realna stopa procentowa wcale nie musi dążyć do wyrównywania się. Przykładowo, koszt kapitału jest nieporównanie większy w gospodarkach rozwijających się niż rozwiniętych, po zredukowaniu stopy nominalnej do realnej. Posługując się w dalszym ciągu przykładem CT pomiędzy krajem rozwiniętym (krótka pozycja) a rozwijającym się (długa), możemy stwierdzić, że gospodarka państwa rozwijającego się powinna być mniej stabilna (zakładamy ujęcie modelowe). Większa wrażliwość gospodarki rozwijającej się (w tym przypadku) doprowadziłaby do występowania wyższych premii za płynność oraz wyższych premii za ryzyko. One nie są uwzględniane w Międzynarodowym Efekte Fishera. Na pewno nie podlegają też drastycznej konwergencji, gdyż jest to proces wieloletni.

W opinii części środowiska akademickiego CT oraz fakt, że teoria niepokrytego parytetu stóp procentowych nie działa, można łączyć ze zbyt wolną reakcją rynku. Przykładowo, w momencie podniesienia stopy procentowej w jednym kraju (a więc zmiany w dyferencjale stóp procentowych) powinno teoretyczne dojść do automatycznego dostosowania się kursu do nowej równowagi, czyli umocnienia się waluty kraju, w którym doszło do podwyżki (zakładając efektywność globalnych rynków finansowych), potem zaś kurs, zgodnie z teorią niepokrytego parytetu stóp procentowych (NPSP), powinien ulegać stopniowej deprecjacji. Jednak w warunkach ograniczeń w przepływach pieniężnych oraz różnych premii za ryzyko nie dochodzi do takiego szybkiego dostosowania. W zasadzie w takim ujęciu transakcje typu Carry Trade przyspieszają proces odzyskania równowagi z tytułu NPSP, nie prowadzą zaś do destabilizacji¹¹.

4. Premia w transakcjach Carry Trade oraz istotne zależności

Jest wiele różnych uzasadnień ponadprzeciętnych stóp zwrotu na CT. Zgodnie z badaniami ekonometrycznymi na długim interwale czasowym (od lat 80.) widać, że rozkład stóp zwrotu z CT charakteryzuje się nie tylko dodatnią kurtozą, ale również

¹¹ M.K. Brunnermeier, S. Nagel, L.H. Pedersen, *Carry Trades and Currency Crashes*, NBER Macroeconomics Annual, April 2009, vol. 23.

negatywną skośnością. Oznacza to, że ryzyko drastycznych strat jest większe niż w typowym rozkładzie normalnym. W stabilnych warunkach transakcje CT statystycznie posiadają stosunkowo dobre wyniki, jednak w wypadku nieoczekiwanych zdarzeń prowadzą do pokaźnych strat. Zdaje się, że to właśnie ryzyko wynikające z budowy rozkładu stóp zwrotu w długim okresie jest elementem uzasadniającym w dużym stopniu ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągnięte przez graczy rynkowych wykorzystujących ową strategię. Zjawisko to nazywane jest ryzykiem kryzysu walutowego (*currency crash risk*). Samo omawiane ryzyko wynika w znacznym stopniu z zastosowania dźwigni finansowej przez spekulantów¹².

Innym istotnym spostrzeżeniem jest powiązanie wyników strategii ze zmiennością, używając do tego wskaźnika VIX. Okazuje się, że przy najwyższych fluktuacjach na rynku walutowym strategia przynosi pokaźne straty. Wynika to ze sprzężenia zwrotnego pomiędzy kursem walutowym a stopami zwrotu spekulantów. W momencie gdy kurs waluty, gdzie występują istotne długie pozycje typu CT, zaczyna podlegać deprecjacji, kapitał spekulacyjny zaczyna szybko zamykać swoje zwielokrotnione dźwignią finansową pozycje w obawie przed stratami, w ten sposób inne podmioty zaczynają robić to samo, jeszcze bardziej osłabiając daną walutę. Prowadzi to nie tylko do dużych strat, ale i do dużych odczytów wskaźnika VIX. Stąd też pozycje często stają się stratne. Z drugiej strony możliwe jest w ten sposób doprowadzenie do bardzo poważnego w skutkach kryzysu walutowego. Szybki odpływ pieniądza za granicę doprowadził do kryzysu azjatyckiego pod koniec lat 90.¹³

Charakterystycznym zjawiskiem jest również samo zachowanie kursów na parach walutowych, gdzie występują waluty krajów o względnie dużym dysparytecie stóp procentowych. Zmiany kursów są tam stosunkowo duże w porównaniu z parami walutowymi, gdzie stopy są niskie, dysparytet zaś niewielki (zwykle między gospodarki państw rozwiniętych). Wynika to z faktu, że kursy walut w tej drugiej kategorii par poruszają się w podobnym kierunku względem walut postrzeganych jako mniej stabilne (*comovement*). Waluty krajów z większymi stopami procentowymi zwykle w okresach niekryzysowych ulegają aprecjacji, podczas gdy waluty krajów o niższych stopach postrzegane są zazwyczaj jako bezpieczne przystanie, co wynika faktu, że stabilniejsze gospodarki mają niskie stopy procentowe. W wypadku kryzysu kapitał napływa do krajów o niższych stopach procentowych, stabilniejszej gospodarce, powodując aprecjację walut tych krajów względem walut krajów postrzeganych jako mniej stabilne¹⁴.

¹² Tamże.

¹³ Tamże; J.E. Gagnon, A.P. Chaboud, wyd. cyt.

¹⁴ M.K. Brunnermeier, S. Nagel, L.H. Pedersen, wyd. cyt.

5. Podsumowanie

Strategia Carry Trade jest opłacalna i masowo wykorzystywana, gdy istnieją względnie duże różnice w stopach procentowych, a na rynku walutowym panuje stabilność. W innych wypadkach może dojść do paniki i w konsekwencji dużych strat spowodowanych niekorzystną zmianą kursów walut. Jak pokazuje rynek walutowy, często zdarza się, że z różnych względów teoria niepokrytego parytetu siły nabywczej nie znajduje odzwierciedlenia w rzeczywistości. Po okresie kryzysowego zamieszania z ostatnich lat, a w konsekwencji spadku stóp procentowych prawie do zera w części państw wysoko rozwiniętych, mamy doskonały okres do stosowania strategii. Cierpią z tego powodu gospodarki państw, dla których tego typu przepływy z różnych względów mogą być niekorzystne. Zmasowany Carry Trade w ich przypadku może prowadzić do niekorzystnej z perspektywy eksportu aprecjacji waluty, a napływ kapitału może wzmacniać zjawiska inflacyjne. Dokładnie takim przykładem jest Brazylia, która w ostatnim czasie postanowiła zmniejszyć swobodę przepływów pieniężnych, aby chronić swoją gospodarkę przed takimi zjawiskami.

Literatura

- Brunnermeier M.K., Nagel S., Pedersen L.H., *Carry Trades and Currency Crashes*, NBER Macroeconomics Annual, April 2009, vol. 23.
- Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
- Corcoran A., *The Determinants of Carry Trade Risk Premia*, IHS Discussion Paper, March 2009, Paper no. 287.
- Coudert V., Mignon V., *The "Forward Premium Puzzle" and the Sovereign Default Risk*, CEP II WP, July 2011, no. 2011-17.
- Darvas Z., *Leveraged Carry Trade Portfolios*, „Journal of Banking and Finance”, May 2009, vol. 33, issue 5.
- Gagnon J.E., Chaboud A.P., *What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen?*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Discussion Papers, July 2007, no. 899.
- Marcinowska-Lewandowska W. (red.), *Analiza kursu walutowego*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Menkhoff L., Sarno L., Schmeling M., Schrimpf A., *Carry Trades and FX volatility*, MPRA, April 2009, Paper no. 14728.
- Najlepszy E., *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2000.
- Rymarczyk J. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.

CARRY TRADE – INTERNATIONAL SPECULATIVE STRATEGY. CONTRADICTION WITH UNCOVERED INTEREST RATE PARITY AND CURRENCY CRASH RISK AS A DETERMINANT OF EXCESSIVE RATE OF RETURNS

Summary: In the paper the author explains Carry Trade phenomenon and presents its essence. He also tries to show problems with estimating its scale and points out risks connected with Carry Trade. In the next part of this paper, contradictions between Carry Trade and uncovered interest parity are considered on the basis of International Fisher effect. In the third part the author indicates the cause of excessive rate of returns from strategy, which is usually appointed to currency crash risk. Volatility of exchange rates is also shown as part of explanation. In summary there are some remarks to current post crisis situation, when after global easing of monetary policy there is a positive environment for Carry Trade.

Keywords: Carry Trade, speculation, interest rate disparity.