

PROBLEMATYKA WALUTOWA

Bogdan Mirosław Buczkowski*

JEN JAKO WALUTA MIĘDZYNARODOWA

Zgodnie z przyjętymi w literaturze przedmiotu poglądami, pieniądź międzynarodowy odsluguje wymianę towarów i usług oraz międzynarodowe obroty kapitałowe. Spełnia on wszystkie cztery podstawowe funkcje pieniądza (jest miernikiem wartości, środkiem płatniczym oraz środkiem cyrkulacji i tezauryzacji), a ponadto charakteryzuje się powszechnym zaufaniem uczestników rynku światowego¹. W praktyce międzynarodowych stosunków gospodarczych waluta międzynarodowa jest w pierwszym rzędzie powszechnym środkiem płatniczym (stosowanym przy wyrównywaniu bilansów płatniczych), środkiem nabywczym (przy zakupach towarów i usług), wreszcie jest składnikiem rezerw dewizowych oraz instrumentem transferu bogactwa między krajami (przy spłatach zadłużenia, odszkodowań i kontrybucji, przy krótko i długoterminowych lokatach inwestycyjnych bezpośrednio i portfelowe).

Jest oczywiste, że warunki "techniczne" uznania waluty za międzynarodową, mają charakter warunków koniecznych. Tym niemniej, w procesie umiędzynarodowienia waluty liczą się także inne czynniki ekonomiczne takie jak: potencjał gospodarczy kraju, udział w obrotach międzynarodowych, a także takie pozaekonomiczne czynniki jak: potęga militarna czy supremacja polityczna, które wspierają walutę narodową i nadają jej status międzynarodowy.

* Dr, adiunkt w Instytucie Handlu Zagranicznego UŁ.

¹ Por. wypowiedź Z. Fedorowicza na konferencji - Problemy Monetarno-Walutowe, SGPiS; Ministerstwo Finansów, Warszawa 1973. E. Pietrzak wyróżnia sześć podstawowych funkcji waluty międzynarodowej w transakcjach prywatnych i oficjalnych. W funkcji środka cyrkulacji i środka płatniczego waluta międzynarodowa występuje: w transakcjach oficjalnych jako waluta interwencyjna, w transakcjach prywatnych jako waluta transakcyjna. W funkcji środka tezauryzacji jako waluta rezerwowa - w transakcjach oficjalnych i inwestycyjna - w transakcjach prywatnych. W funkcji miernika wartości: jako

Z drugiej strony ranga międzynarodowa waluty jest przydatnym instrumentem politycznego formowania i oddziaływania na otoczenie. Typowym tego przykładem było tworzenie tzw. obszarów walutowych funta, franka i dolara, i związana z tym supremacja Wielkiej Brytanii, Francji i Stanów Zjednoczonych w pewnych regionach świata².

W okresie po II wojnie światowej - system waluty dewizowo-złotej, zinstytucjonalizowany przez powołanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego, pozwalał walutom rezerwowym (dolarowi i funtowi) na umocnienie ugruntowanej wcześniej pozycji. W rezultacie pogłębiającej się z czasem sprzeczności interesów między USA i Wielką Brytanią - z jednej strony, a pozostałymi, dynamicznie rozwijającymi się krajami kapitalistycznymi, które ponosiły rosnące i nieproporcjonalnie wysokie ciężary finansowe, wynikające z udziału w obrotach międzynarodowych, z drugiej strony, kraje te, utrzymując rezerwy dolarowe i funtowe (w formie depozytów w bankach Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii) - faktycznie kredytowały te kwoty gospodarki USA i Wielkiej Brytanii. Rosnące w latach sześćdziesiątych zadłużenie Stanów Zjednoczonych wobec zagranicy, w coraz większym stopniu pokrywane było dalszą emisją dolarów. Przypominało to sytuację rynku krajowego, na którym bank centralny regulował wielkość i strukturę swego zadłużenia przez zaopatrywanie wierzycieli w pieniądź. Z czasem oparcie międzynarodowego systemu walutowego na dolarze i funcie sterlingu stało się podstawowym czynnikiem zakłócającym równowagę w obrotach międzynarodowych.

Inflacyjne elementy zawarte w międzynarodowym systemie walutowym, jak już wspomniano, wynikały z możliwości automatycznego pokrywania przez zagranicę deficytów krajów, których waluty narodowe są również walutami rezerwowymi. USA (i w mniejszym stopniu Wielka Brytania) mając faktyczne możliwości rozszerzania emisji swych walut na zagranicę, przenosiły tym sposobem inflacyjne czy deflacyjne skutki swojej polityki gospodarczej na inne kraje. Wszystkie te słabości systemu walutowego ujawniły się w całej rozciągłości w latach siedemdziesiątych, kiedy to nastąpiło dramatyczne załamanie się płynności finansowej na skutek kryzysów naftowych. Dalszym sym-

miernik kursów walutowych - w transakcjach oficjalnych i jako waluta fakturowania transakcji handlowych i usługowych. E. Pietrzak, Międzynarodowy system walutowy - systemem wielodewizowym, "Handel Zagraniczny" 1984, nr 3 i 4.

² Por. R. Z. A l i b e r, The Short Guide to International Finance,

ptomem pogorszenia się tego systemu było powstanie i funkcjonowanie tzw. eurorynków (międzynarodowych rynków pieniężnych), eliminacja złota jako podstawy systemu dewizowo-złotego i wprowadzenie systemu kursów płynnych³. Na tym tle następowały przesunięcia w układzie sił w międzynarodowych stosunkach walutowych. Wyrażały się one w relatywnym spadku znaczenia dolara USA oraz we wzroście roli innych walut (m. in. jena i marki RFN), jako międzynarodowego środka płatniczego i środka rezerw międzynarodowych.

Proces umiędzynarodowiania jena przybierał aspekty zarówno ilościowe (mierzone udziałem w rozliczeniach i rezerwach światowych), jak i jakościowe (wiążące się ze zmianą w Japonii przepisów prawnych, regulujących międzynarodowe obroty dewizowe oraz z rozwojem rynku kapitałowego i pieniężnego).

T a b e l a 1

Udział jena w tzw. koszyku walutowym SDR (w %)

| Waluta | 1 VII 1974 | 1 VII 1978 | 1 I 1981 | 1 I 1986 |
|-----------------|------------|------------|----------|----------|
| Dolar USA | 33,0 | 33,0 | 42,0 | 42,0 |
| Marka RFN | 12,5 | 12,5 | 19,0 | 19,0 |
| Jen japoński | 7,5 | 7,5 | 13,0 | 15,0 |
| Funt sterling | 9,0 | 7,5 | 13,0 | 12,0 |
| Frank francuski | 7,5 | 7,5 | 13,0 | 12,0 |
| Lir włoski | 6,0 | 5,0 | - | - |
| Inne | 24,5 | 27,0 | - | - |
| Razem | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Ź r ó d ł o: "IMF Survey" 1981, January 12; "Mirowaja Ekonomia i Międzynarodnyje Otnoszenija" 1986, № 3, s. 80.

Na wstępie analizy aspektów ilościowych umiędzynarodowiania jena, należy zauważyć, że udział Japonii w handlu międzynarodowym wzrósł w drugiej połowie lat osiemdziesiątych do ok. 11% w eksporcie i ok. 7,5% w imporcie, zaś udział jena w koszyku walut okre-

"University of Chicago Press" 1980; G. H a b e r l e r, The Theory of International Trade, London 1936; W. C z e r k a w s k i, Polityka ekonomiczna, Kraków 1919.

³ Por. K. L u t k o w s k i, Współczesny międzynarodowy system walutowy, Warszawa 1983.

ślających wartość SDR wyniósł ostatnio 15% (tab. 1). Ten relatywny wzrost znaczenia jena w Międzynarodowym Funduszu Walutowym, jak i w handlu, i finansach międzynarodowych (jak wykazują niżej przedstawione dane) nie odzwierciedla pozycji Japonii, jako drugiej potęgi gospodarczej i największego kredytodawcy w świecie⁴. W 1985 r. kiedy to obroty handlu zagranicznego Japonii osiągnęły 305 mld dol., tylko 46% eksportu rozliczane było w jenach (w 1971 r. 2%, w 1975 r. 17%, w 1976 r. 17,5%, w 1980 r. 28,9%, w 1981 r. 30%, w 1983 r. 34,5%, w 1984 r. 40%) i zaledwie 9% importu (w 1971 r. 0,3%, w 1976 r. 0,9%, w 1984 r. 3%)⁵. Dla porównania w Stanach Zjednoczonych ok. 98% eksportu i 70-85% importu fakturowane jest w dolarach, a w krajach Europy Zachodniej ok. 60-85% eksportu fakturowane jest w walutach narodowych (w RFN 82%, w Wielkiej Brytanii 76%) i ok. 30-45% importu (w RFN 42,8%, w Wielkiej Brytanii 38%)⁶.

Oczywiście udział jena w fakturowaniu handlu zagranicznego Japonii był różny w zależności od rodzaju transakcji, a zwłaszcza od rodzaju grupy asortymentowej. W eksporcie Japonii dominują bowiem artykuły o wysokim stopniu przetworzenia i wysokim udziale nowoczesnej technologii. Towary te w coraz większym stopniu rozliczane są w jenach, ponieważ w ten sposób eksporterzy japońscy chcą przeznaczyć ryzyko kursowe na importerów. Ci ostatni godzą się na to ze względu na wysoką konkurencyjność cenową i jakościową towarów japońskich. Udział tej grupy towarów, do której można zaliczyć eksport samochodów, sprzętu elektronicznego, maszyn itp., w rozliczeniach jenowych wyniósł w 1985 r. 86% (w 1981 r. 60%).

W strukturze japońskiego importu dominują natomiast surowce naturalne (głównie paliwa), których ceny podawane są na światowych giełdach towarowych w dolarach i funtach sterlingach. Spośród

⁴ Por. Surge in Exports Fuels Growth of Economy, Statistical Trends: Japan, "Financial Times" 1985, February 11.

⁵ "Economic Survey of Japan (1980-1981)" 1981, s. 230, Ch. S e b a s t y n, The Second Report on Japanese Investment, London 1981; R. C o t t r e l l, Set to Make a Marked Impact, Japanese Reform, "Financial Times" 1985, May 13, s. XV, OECD Morgan Guaranty, [w:] Statistical Trends ..., s. 4, Tokyo Capital Markets, The Bank of Tokyo, October 1985, s. 6.

⁶ R. C o t t r e l l, P. M o n t a g n o n, Why Japan's Currency Is So Little Used at Present in International Markets, The Yen Has Yet To Make Its Mark in the World, [w:] International Capital Markets, "Financial Times" 1985, April 17, s. 12.

towarów niestandardyzowanych w 1985 r. 23% importu fakturowane były w jenach (w 1981 r. 10%). Odbiega to znacznie od sytuacji w innych uprzemysłowionych krajach kapitalistycznych.

Przyczyna relatywnie niskiego (choć rosnącego) udziału jena w rozliczeniach handlu zagranicznego tkwi przede wszystkim w założeniach polityki walutowej oraz skomplikowanym systemie finansowania handlu zagranicznego w Japonii⁷.

Jeżeli chodzi o ten pierwszy czynnik - to należy pamiętać, że strategia gospodarcza kraju opierała się w latach siedemdziesiątych, a także w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych, na systematycznym stymulowaniu eksportu i wzroście dochodów eksportowych. Polityka walutowa była instrumentem tej strategii, zaś kurs walutowy jena był utrzymywany w takim przedziale, jaki uzasadniała bieżąca polityka gospodarcza i jej cele strategiczne. Charakteryzująca lata siedemdziesiąte i pierwszą połowę lat osiemdziesiątych struktura płatności, o niskim udziale jena w rozliczeniach handlu zagranicznego, ułatwiała to zadanie. Rząd "zachęcał" korporacje do rozliczania transakcji zagranicznych w walutach obcych (przede wszystkim w dolarach), ponieważ umożliwiało to przenoszenie ryzyka transakcyjnego i transferowego na kontrahentów zagranicznych. Przy czym w okresie aprecjacji jena korzyści ekonomiczne osiągnęli importerzy japońscy, natomiast w okresie deprecjacji jena - eksporterzy. Był to znany w literaturze międzynarodowych stosunków gospodarczych tzw. mechaniczny efekt zmian kursu walutowego. Należy dodać, że eksporterzy japońscy uzyskiwali korzyści, w postaci wzrostu dochodów z eksportu (w dolarach), również w okresach aprecjacji jena, gdyż dzięki obniżeniu się cenowej elastyczności popytu zagranicznego wobec eksportu japońskiego (ze względu na wysoką jakość i często niepowtarzalność towarów japońskich), możliwe było podnoszenie cen (w walutach obcych).

Inną przyczyną niskiego udziału jena w rozliczeniach handlu zagranicznego był relatywny niedorozwój rynku kapitałowego, jak i system finansowania handlu zagranicznego. Bank centralny (jap. Nihon Ginko) stosował szereg instrumentów polityki pieniężno-kredytowej (takich jak stopa procentowa, bezpośrednie kontyngentowa-

⁷ W 1984 r. udział jena w rozliczeniach handlu światowego wyniósł 2,3%, dolara 54,8%, funta sterlinga 7,5%, marki RFN 14,4%, franka francuskiego 6,4%, franka szwajcarskiego 2,1%, Tokyo Capital Markets ..., s. 6.

nie kredytów dla przemysłu), gdyż przy założeniu ekspansji eksportowej i wzrostu nadwyżek w bilansie handlowym, był zainteresowany ograniczeniem wydatków importowych. Bank ten, od którego zależy dopływ funduszy jenowych na finansowanie importu, bardzo często ograniczał ich dopływ do banków handlowych (jap. Toshi Ginko), które z kolei ograniczały finansowanie importerów japońskich (w jenach). Zmiana może nastąpić, jak się wydaje, przez rozwój w Japonii rynku akceptów bankowych. Należy tu wspomnieć, że struktura i dynamika kredytów importowych podlega w Japonii tym samym regułom gry, co udzielanie kredytów na rynku pieniężnym - przy decydującej roli czynnika opłacalności tzn. oprocentowania kredytu. W odniesieniu do wysokiego udziału dolara w finansowaniu wydatków importowych, należy zwrócić uwagę na różnice stóp procentowych w Japonii, Stanach Zjednoczonych i innych uprzemysłowionych krajach kapitalistycznych. Z tego punktu widzenia niewielu eksporterów zagranicznych jest skłonnych przyjmować walutę japońską w rozliczeniach za eksport towarów do Japonii. Większość korporacji i krajów bierze pod uwagę korzyści z posiadania innych walut, które przynoszą z reguły większe dochody (w postaci wyższych odsetek) niż depozyty jenowe.

W kontekście dalszego spadku stóp procentowych na rynku amerykańskim, ich wzrostu w Japonii i silnej aprecjacji jena pod koniec 1985 r. i w 1986 r., nie można oczekiwać w najbliższym czasie większego wzrostu znaczenia jena, jako waluty rozliczeniowej. Co prawda eksporterzy zagraniczni będą zainteresowani w fakturowaniu handlu z Japonią w jenach, jednak importerzy japońscy preferować będą rozliczenia w walutach obcych i vice versa. Dla eksporterów japońskich korzystniejsze będzie fakturowanie transakcji zagranicznych w jenach, dla importerów zagranicznych w walutach obcych.

Rolą i znaczeniem jena jako waluty międzynarodowej uwidacznia się znacznie bardziej w międzynarodowych transakcjach finansowych⁸. Szczególnie istotne jest to, że w latach siedemdziesiątych (praktycznie do 1983 r.) Japonia charakteryzowała się najwyższym tempem wzrostu należności zagranicznych (ponad 20% rocznie) oraz najwyższym tempem wzrostu zobowiązań zagranicznych (ponad 25% rocznie) tab. 2.

⁸ Por. The Yen's Surprising Strength, Unlike Germany, Japan Is Not Linked To Weak Western Currencies, International Money Management, "Business Week" 1981, August 24, s. 46.

T a b e l a 2

Należności i zobowiązania Japonii w latach 1971-1985
(w mld dol.)

| Wyszczególnienie | 1971 | 1972 | 1973 | 1975 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1984 | 1985 |
|------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Należności | 32,8 | 43,6 | 58,3 | 58,3 | 135,4 | 159,6 | 209,2 | 227,7 | 341,2 | 437,7 |
| Zobowiązania | 23,0 | 29,7 | 34,5 | 51,3 | 106,6 | 158,0 | 198,3 | 203,0 | 266,9 | 307,9 |

Źródło: Bank of Japan, Tokyo 1983, "Życie Gospodarcze" 1986, nr 24.

T a b e l a 3

Międzynarodowe wierzytelności^a banków handlowych
w latach 1974-1982 w mld dol. i w % - stan na koniec roku

| Rok | Ogółem w mld dol. | Udziały w % ^b | | | | | | |
|-------------------|-------------------------|--------------------------|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | | dolar USA | marka RFN | frank szwajc. | jen ^c | funt ster. | frank franc. | gulden holend. |
| 1974 | 360 | 72,3 | 14,7 | 7,0 | 0,4 | 1,2 | 0,8 | 1,3 |
| 1977 ^d | 690 | 68,6 | 16,0 | 5,9 | 0,8 | 2,5 ^e | 2,2 ^f | 1,5 |
| 1980 | 1322 | 67,6 | 14,3 | 6,3 | 2,1 | 2,8 | 2,8 | 1,5 |
| 1982 | 1687 | 72,3 | 10,4 | 5,4 | 2,4 | 2,3 | . | . |

^a Zagraniczne wierzytelności w walutach narodowych zagranicznych banków handlowych, składających sprawozdania do Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS).

^b Suma udziałów 7 walut jest niższa od 100, ponieważ pominięto waluty o udziale niższym niż 1% oraz pozycje nie zidentyfikowane.

^c Z pominięciem wierzytelności jenowych banków szwajcarskich.

^d Od grudnia 1977 r. z uwzględnieniem Austrii, Danii, Irlandii.

^e Od grudnia 1977 r. z uwzględnieniem weksli handlowych i akceptów bankowych.

^f Od grudnia 1977 r. z uwzględnieniem kredytu nabywcy dla zagranicznych importerów.

Źródło: E. Pietrzak, Międzynarodowy system walutowy - systemem wielowalutowym, "Handel Zagraniczny" 1984, nr 4, s. 10.

Wzrost zagranicznych transferów kapitałowych z Japonii w formie inwestycji bezpośrednich i portfelowych, a także eksport kapitału ze źródeł publicznych (dary, subwencje, reparacje wojenne) z jednej strony, a wzrost atrakcyjności japońskiego rynku kapitałowego dla zagranicznych inwestorów - z drugiej strony, przyczynił się do wzrostu udziału jena w aktywach banków zagranicznych (tab. 3).

Wzrost znaczenia jena jako w a l u t y i n w e s t y c y j n e j w zakresie lokat długoterminowych ilustruje struktura walutowa obligacji na rynkach międzynarodowych (tab. 4).

T a b e l a 4

Udział jena w międzynarodowym rynku obligacji w 1984 r. (w %)

| Jen | Dolar | Frank szwajc. | Marka | Funt sterling | Pozostałe |
|-----|-------|---------------|-------|---------------|-----------|
| 5,3 | 63,9 | 12,2 | 6,3 | 5,1 | 7,2 |

Ź r ó d ł o: Salomon Brothers, "Financial Times" 1985, April 17.

Kolejnym wskaźnikiem wzrostu znaczenia jena (w funkcji środka t e z a u r y z a c j i) jest jego udział w państwowych rezerwach dewizowych krajów kapitalistycznych. W latach siedemdziesiątych i na początku lat osiemdziesiątych charakterystyczny był znaczny wzrost udziału marki RFN i jena w światowych rezerwach dewizowych oraz relatywny spadek znaczenia funta sterlinga i dolara USA. Wiąże się to z oceną i prognozami sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach, a tym samym i ich walut⁹.

Jeśli wziąć pod uwagę dominującą pozycję Japonii (i jej waluty) w handlu zagranicznym krajów Azji Południowo-Wschodniej (ok. 50% obrotów handlowych Japonii z tymi krajami fakturowana jest w jenach), wartość japońskich inwestycji bezpośrednich i kredytów jenowych, włączenie jena w skład rezerw dewizowych wielu krajów tego regionu, wzrost znaczenia Tokio jako międzynarodowego rynku pieniężnego i kapitałowego, to można mówić o przekształceniu jena w regionalną walutę krajów Azji Południowo-Wschodniej, i o

⁹ R. V., Yen Becomes Secondary Reserve Currency, "Japanese Life" 1984, No. 9 (R. V. Roosa).

T a b e l a 5

Udział poszczególnych walut
w rezerwach dewizowych krajów kapitalistycznych
w latach 1973-1984 (w % na koniec roku)^a

| Waluta | 1973 ^b | 1975 | 1980 | 1982 | 1983 | 1985 |
|------------------|-------------------|------|------|------|------|------|
| Dolar USA | 78,4 | 85,1 | 55,9 | 71,4 | 68,5 | 65,1 |
| Marka RFN | 5,5 | 6,6 | 11,9 | 11,6 | 11,2 | 12,0 |
| Jen | 0,0 | 0,6 | 3,3 | 3,9 | 4,7 | 5,2 |
| Frank szwajc. | 1,1 | 1,7 | 2,6 | 2,7 | 2,3 | 2,0 |
| Funt sterling | 6,5 | 4,1 | 2,5 | 2,2 | 2,6 | 2,9 |
| Frank francus. | 0,9 | . | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Gulden holend. | 0,3 | . | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| ECU ^c | - | - | 17,0 | - | - | - |
| Inne | 7,3 | 1,9 | 5,0 | 6,6 | 8,8 | 10,9 |

^a Rezerwy dewizowe członków MFW i Szwajcarii (w SDR).

^b Stan na koniec roku; w 1973 r. na koniec I kwartału.

^c ECU (ang. European Currency Unit) Europejska Jednostka Walutowa jest warunkową jednostką rezerwową. ECU nie są własnością banków centralnych, lecz funkcjonują dzięki odnawianym co 3 miesiące umowom swapowym między bankami.

Źródło: Annual Raport 1982, IMF Washington, July 1982, s. 65; 1983 s. 72, 1985 s. 54, "Financial Times" 1985, February 11, s. 4.

zwiększeniu możliwości stworzenia w tym rejonie strefy jenuwej¹⁰.

Jen w procesie umiędzynarodowienia rynku kapitałowego w Japonii

Regulacja obowiązująca na japońskim rynku kapitałowym i pieniężnym miała aż do roku 1983 charakter restrykcyjny nie sprzyja-

¹⁰ Działania w tym kierunku podjęło Japońskie Ministerstwo Handlu Zagranicznego i Przemysłu (MITI) w 1972 r. Ze względu jednak na ostrożność rządu japońskiego w podejmowaniu radykalnych decyzji, dotyczących umiędzynarodowienia jenu (obawy przed niebezpieczeństwami jakie stwarza dla gospodarki waluta o znaczeniu międzynarodowym) oraz na zjawiska kryzysowe w gospodarce światowej, jak i obawy krajów Azji Południowo-Wschodniej przed dominacją japońską w tym regionie - nie stworzono jeszcze strefy jenuwej. Por. A. P i e w z n i e r, Gosudarstwo w ekonomii współczesnej Japonii, Moskwa 1976, s. 208.

jący umiędzynarodowianiu tych rynków¹¹. Punktem przełomowym były rezultaty spotkania prezydenta Stanów Zjednoczonych R. Reagana z premierem Japonii Y. Nakasone w listopadzie 1983 r., poświęconego ustaleniu przedsięwzięć, zmierzających do szerszego otwarcia rynku japońskiego dla towarów amerykańskich, dalszej internacjonalizacji jena, liberalizacji wewnętrznego rynku finansowego i kapitałowego Japonii. Posunięcia te miały sprzyjać napływowi kapitałów do Japonii i przyczynić się do wzrostu kursu jena. Wreszcie w maju 1984 r. rząd opublikował projekt planu, zgodnie z którym w latach 1986-1989 wprowadzi się dalszą liberalizację obrotów kapitałowych i zezwoli zagranicznym instytucjom finansowym na pełny udział w japońskim systemie finansowym. Głównym elementem tego programu jest zasadnicza zmiana sposobu ustalania oprocentowania depozytów bankowych i oprocentowania kredytów. W szczególności w latach 1986-1987, Bank Centralny (Nihon Ginko) zrezygnował z bezpośredniej kontroli nad odsetkami pobieranymi przez banki handlowe od kredytów udzielanych największym korporacjom przemysłowym. W rezultacie oczekuje się wzrostu znaczenia jena w kredytach eksportowych i importowych Japonii. Dopiero w okresie 1988-1989 przeprowadzony zostanie drugi etap liberalizacji, odnoszący się do firm małych i średnich oraz do depozytów sektora gospodarstw domowych.

Osobnym problemem jest w Japonii rozwój rynku kapitałów krótkoterminowych, służącego obsłudze zadłużenia wewnętrznego. Pod naciskiem USA - rząd Japonii zadeklarował chęć zorganizowania rynku wekslowego oraz rozwoju rynku akceptów bankowych. Również i w tym przypadku rynek jenowych akceptów bankowych, służyłby w pierwszym rzędzie finansowaniu handlu zagranicznego, a zwłaszcza importu towarów z USA do Japonii¹².

Zgodnie z planem w 1984 r. i 1985 r. zniesiony został zakaz sprzedaży na rynku wewnętrznym zagranicznych weksli handlowych i certyfikatów depozytowych oraz zwiększone zostały limity emisji

¹¹ Szerzej na temat regulacji prawnych dotyczących japońskiego rynku pieniężnego i kapitałowego - Financial System of Japan, Bank of Tokyo, March 1976; Regulations Affecting International Banking Operations, OECD Publications, Paris 1982; "Economic Survey of Japan (1980-1981)", s. 225-233.

¹² B. G. F i e d o r o w, K woprosu o pieriestrojkie krieditnoj sistiemy Japonii i internacjonalizacji jeny, "Biulletin Innostronnoj Kommerczeskoj Informaczi" 1985, no 3, s. 8; Relaxation of Japanese Capital Restrictions Announced by U.S. and Japanese Authorities, "IMF Survey" 1984, No. 10, s. 161. 170-172.

tych ostatnich. Złagodzone wymogi w stosunku do towarzystw emitujących w Japonii niegwarantowane obligacje i tzw. obligacje samurajskie (samurai bonds - obligacje denominowane w jenach, emitowane przez instytucje publiczne) oraz wprowadzono w życie ustawodawstwo, dotyczące emisji publicznych obligacji denominowanych w obcych walutach, wycofano limity na zagraniczne pożyczki jenowe udzielane przez Japonię, zniesiono ograniczenia na wymianę obcych walut na jeny, zliberalizowano inwestycje zagraniczne w japońskie nieruchomości. Zezwolono na operacje obligacjami rządu japońskiego trzem zagranicznym bankom w Japonii, zmniejszono minimalny nominalny certyfikatów depozytowych z 300 mln do 100 mln jenów i skrócono termin spłaty z trzech do jednego miesiąca, utworzono rynek akceptów bankowych denominowanych w jenach, zezwolono dziewięciu bankom zagranicznym na udział w operacjach towarzystw powierniczych.

Szczególnie słabo przebiega proces umiędzynarodowienia giełdy tokijskiej, na której dokonuje się obrotu papierami wartościowymi i która pod względem wielkości obrotów zajmuje drugie miejsce w świecie po Nowym Jorku. Rząd japoński ograniczył liczbę miejsc dla firm zagranicznych (do 83), jak również wyznaczył bardzo wysoką cenę za miejsce (do 5 mln dol.). Należy się zatem liczyć, że giełda będzie zdominowana przez firmy japońskie, natomiast firmy zagraniczne będą uczestniczyły w obrocie papierami wartościowymi poza giełdą, za pośrednictwem miejscowych brokerów. Wprawdzie zezwolono zagranicznym brokerom, zajmującym się obrotem papierami wartościowymi denominowanymi w jenach na zakładanie w Japonii biur jednak proces rejestracji takiej firmy jest bardzo czasochłonny i uzależniony od spełnienia wielu warunków wstępnych¹³. W rezultacie w latach 1983-1986 zarejestrowano w sumie tylko dziesięć zagranicznych firm brokerskich.

¹³ Trzeba m. in. uzasadnić, że firma zagraniczna będzie przyczyniać się do wzrostu eksportu towarów z Japonii. Lokaty kapitałowe winny też mieć charakter długoterminowy - Code on International Investment, Tokyo - MOF 1985. Na inne trudności, jakie napotykają zagraniczni brokerzy giełdowi w Japonii, zwraca uwagę broker zagraniczny w artykule: What the Rule Book Does not Cover, An Anonymous Foreign Broker Lifts the Curtain, "Financial Times" 1985, January 28, s. II. Por. też J. M a r t i n, Pace of Reform in Question, "Financial Times" 1985, March 18, s. IV, oraz J. M a r t i n, Liberalisation Breaks into Pell-mell Pace, "Financial Times" 1985, January 28.

Innym czynnikiem opóźniającym rozwój emisji obligacji na rynku japońskim jest brak na nim takiej instytucji, oceniającej jakość emisji, która cieszyłaby się powszechnym uznaniem (jak np. Standard and Poors lub Moody's w USA)¹⁴.

W 1985 r. dał się zaobserwować stosunkowo szybki rozwój rynku obligacji samurajskich, jako rezultat zniesienia tzw. kolejkowego systemu rejestracji emisji w Ministerstwie Finansów Japonii oraz zniesienia maksymalnego pułapu emisji dla pierwszorzędnych pożyczkobiorców (tzw. AAA borrowers) i wydawania zezwoleń na emisje niżej notowanym pożyczkobiorcom (do tzw. A borrowers włącznie). Rynek obligacji samurajskich wykorzystywany był głównie przez agencje międzynarodowe.

W pierwszej połowie lat osiemdziesiątych czynnikiem hamującym wzrost obrotów na tokijskim rynku papierów wartościowych była znaczna różnica długoterminowych stóp oprocentowania obligacji na rynku tokijskim i amerykańskim. Pod koniec 1985 r. oprocentowanie obligacji długoterminowych na rynku amerykańskim było wyższe o ok. 4% w stosunku do rynku tokijskiego. Dopiero znaczna aprecjacja jena i wzrost stóp procentowych w Japonii, spowodował, że w 1986 r. tokijski rynek obligacji zaoferował konkurencyjne warunki lokat dla inwestorów zagranicznych.

Jen na międzynarodowych rynkach kapitałowych

Procesowi liberalizacji japońskiego rynku kapitałowego towarzyszyły przedsięwzięcia rządu zmierzające do większego wykorzystania jena na światowych rynkach kapitałowych, w tym przede wszystkim na eurorynku, który ma odegrać podstawową rolę w umiędzynarodowianiu waluty japońskiej. W szczególności, w latach 1984-1985 bankom japońskim zezwolono na udzielanie kredytów eurojenowych na dłuższy okres niż jeden rok, a w odniesieniu do kredytów krótkoterminowych - zezwolono bankom japońskim i zagranicznym na emisję eurojenowych certyfikatów depozytowych z okresem spłaty sześć miesięcy (i krótszym), pod warunkiem, że będą one emitowane poza Japonią i poza Japonią sprzedawane. Stworzone zostały tym samym warunki sprzyjające rozwojowi rynku eurokredytów jenowych (tab. 6).

¹⁴ Agencja powołana do tego celu w 1985 r. przez 7 banków i 4 firmy brokerskie nie cieszy się uznaniem ze strony firm zagranicznych. Podobnie jak Mikuni and Co - pierwsza tego typu firma, która powstała w 1984 r.

T a b e l a 6

Kredyty międzynarodowe udzielane na rynku londyńskim^a (w %)

| Koniec września | Banki brytyjskie | Banki amerykańskie | Banki japońskie | Inne banki |
|-----------------|------------------|--------------------|-----------------|------------|
| 1980 | 24,1 | 25,7 | 19,4 | 30,8 |
| 1981 | 23,6 | 23,9 | 23,4 | 29,1 |
| 1982 | 22,7 | 22,2 | 25,6 | 29,5 |
| 1983 | 21,5 | 20,7 | 27,4 | 30,4 |
| 1984 | 22,1 | 19,9 | 26,9 | 21,1 |

^a W tabeli zawarto wszystkie kredyty w walutach obcych oraz kredyty sterlingowe udzielane zagranicznym osobom prawnym.

Źródło: Japanese-Finance-Survey, "The Economist" 1984, December 12.

Przedsięwzięcia służące rozwojowi rynku obligacji eurojenowych polegały na zezwoleniu zagranicznym korporacjom, narodowym i lokalnym władzom, a także agencjom rządowym - na emisję obligacji eurojenowych, równocześnie japońscy i zagraniczni subskrybenci mogą działać jako organizatorzy subskrypcji (ang. lead managers) w każdej emisji euroobligacji jenowych, bez konieczności posiadania w Japonii filii lub biura. Ponadto wycofano podatek w wysokości 20% (od dochodów obcokrajowców z tytułu posiadania euroobligacji jenowych) pobierany od obywateli japońskich i firm zaciągających pożyczki na rynku euroobligacji jenowych.

Czynnikami ograniczającymi od strony formalnoprawnej rozwój rynku eurojenów są nadal:

Po pierwsze zakaz udzielania kredytów konsorcjalnych (długo- i średnioterminowych) w eurojenach z udziałem firm japońskich.

Po drugie niechęć rządu do utworzenia w Tokio tzw. off-shore rynku, który przybliżyłby transakcje: eurojenowe do kredytodawców i kredytobiorców (z Azji i Oceanii) na podobieństwo istniejącego już rynku off-shore w Nowym Jorku i Londynie. Rynek ten rozporządzałby kwotą tzw. pieniądza dziennego, którym obracają banki japońskie i który udostępniony jest wyłącznie dla banków dewizowych wówczas można by było podwoić kwotę eurojenów na tym rynku. Rząd sprzeciwia się utworzeniu tego rynku, który mógłby stać się regionalnym centrum rynku eurodolara i eurojena, kosztem Hong-

kongu i Singapuru z obawy, że osłabi to kontrolę nad rynkiem pieniężnym. Rozwój rynku off-shore miałby bardzo duże znaczenie w procesie umiędzynarodowienia jena - zarówno jako waluty transakcyjnej w międzynarodowych obrotach towarowych, jak i kapitałowych. Banki zagraniczne stałyby się wówczas zainteresowane posiadaniem avoirów jenowych, a banki centralne większą część swych rezerw utrzymywałyby również w jenach.

Program zmian w odniesieniu do rynku obligacji eurojenowych zmierzający do rozszerzenia kręgu pożyczkobiorców, którym wolno korzystać z tego rynku jak i złagodzenie zasad dokonywania emisji, nie przyczyniło się jeszcze do istotnego wzrostu transakcji z przyczyn ekonomicznych. W grudniu 1984 r., kiedy rynek ten został otwarty dla zagranicznych korporacji, pojawiło się wiele emisji, ponieważ pożyczkobiorcy byli przygotowani na jego otwarcie. Okazało się jednak, że popyt był zbyt mały. W rezultacie rynek został "załoczony" obligacjami eurojenowymi. Powodem małego zainteresowania inwestorów było to, iż lokaty eurojenowe i eurowalutowe były relatywnie mniej korzystne (głównie ze względu na wysokie stopy procentowe w USA), niż lokaty eurodolarowe. Oprocentowanie obligacji eurojenowych było zbyt niskie jak na standardy obligacji eurorynkowych, ponieważ wyższe dochody zapewniały nawet tradycyjnie nisko oprocentowane obligacje euromarkowe¹⁵. Dopiero od połowy 1985 r. inwestorzy zaczęli dywersyfikować swoje lokaty kapitałowe kosztem lokat dolarowych.

W początkowym okresie rozwój rynku euroobligacji jenowych hamowany był również przez przewidywania odnośnie do wzrostu japońskich stóp procentowych i wzrostu kursu jena. Pod koniec października 1985 r. nastąpiło załamanie na giełdzie w Nowym Jorku, spowodowane podwyżką stóp procentowych w Japonii i szybkim wzrostem kursu jena w stosunku do dolara. Poważne straty z tytułu spadku kursu dolara ponieśli posiadacze lokat dolarowych, w tym przede wszystkim inwestorzy japońscy, którzy w latach 1983-1984 stali się największymi zagranicznymi inwestorami w avoiry dolarowe. W 1984 r. ich lokaty w zagraniczne papiery wartościowe wynosiły ok. 31 mld dol., z tego przynajmniej 2/3 w aktywa dolarowe - głównie w amerykańskie bony skarbowe i weksle.

¹⁵ Oprocentowanie obligacji eurojenowych było niższe niż obligacji emitowanych na rynku japońskim. Nie zachęcało to inwestorów japońskich do nabywania obligacji eurojenowych. Por. M. U r r y, Period of Change, Yen Bonds, "Financial Times" 1985, March 18.

W efekcie wzrostu kursu jena wartość japońskich inwestycji dolarowych automatycznie się zmniejszała (w wyrażeniu jenowym).

Relatywnie niewielkie obroty na rynku euroobligacji jenowych w latach 1980-1985 nie przesądzają o dalszym rozwoju tego rynku. Sferzy bankowe uważają, że rynek ten stanie się ważnym sektorem eurorynku, zwłaszcza gdy weźmie się pod uwagę tendencję w kształtowaniu się stóp procentowych (ich wzrost w Japonii i spadek w USA) i kursów walut oraz usuwanie przez władze japońskie przeszkód formalno-prawnych, hamujących dotychczas jego rozwój.

Analiza przedstawionych powyżej czynników przyspieszających i opóźniających proces umiędzynarodowiania jena, daje podstawy do stwierdzenia, że przekształcenie Tokio w trzecie po Nowym Jorku i Londynie centrum finansowe świata jest kwestią czasu¹⁶. Biorąc pod uwagę, że od 1983 r. wszystkie podstawowe wskaźniki (tempo wzrostu gospodarczego, wydajność pracy, poziom cen, konkurencyjność eksportu, saldo bilansu obrotów bieżących) potwierdzają, iż gospodarka Japonii ma nadal charakter ekspansywny, można się spodziewać ustabilizowania kursu jena na nowym wysokim poziomie (ok. 150 jenów za dolara). Wzrost roli jena jest korzystny dla partnerów gospodarczych Japonii, usiłujących od wielu lat stosować przedsięwzięcia, zmierzające do sforsowania wysokich barier wejścia na rynek japoński. Umiędzynarodowienie jena sprzyjać będzie także japońskim korporacjom prywatnym, zainteresowanym rozszerzeniem ekspansji na nowe obszary i nowe sfery działalności, i będzie popierane przez państwo. Wzrost roli jena ma zatem charakter obiektywnego procesu sprzyjającego długofalowym interesom wszystkich uczestników rynku światowego.

Bogdan Mirosław Buczkowski

THE YEN AS AN INTERNATIONAL CURRENCY

Internationalization of the yen may be defined as the increased usage and holding of the yen in international financial and commercial transactions (quantitative aspects of internationalization) or relaxation of rules concerning international transactions with the yen (qualitative aspects of internationalization).

¹⁶ Zbyt optymistyczna była natomiast opinia W. F. M o n r o e, Japan: Financial Markets and the World Economy, Tokyo 1972, rozdz. VII i XI, który oceniał, iż już pod koniec lat siedemdziesiątych Tokio stanie się trzecim światowym rynkiem kapitałowym.

Although, the extent of internationalization of the yen is presently smaller than that of the dollar or the Deutschmark with internationalization of the Japanese economy and Japan's enhanced status in the world economy, requirements for the yen as an international currency to be used in investment and financing by non-residents are on the increase.

The Japanese government changed its previous rather conservative stance regarding the internationalization of the yen and set out to implement various measures in order to relax the rules about the Yen funding by non-resident borrowers and develop the Tokyo Capital Market into an international financial center comparable to those of London or New York.