

Hanna Żywiecka

**PRZYCZYNY I MECHANIZMY
KRYZYSÓW WALUTOWYCH
ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM
ZNACZENIA MIĘDZYNARODOWYCH
PRZEPIŃWÓW KAPITAŁU**

Warszawa 2002

Streszczenie

Opracowanie poświęcone zostało analizie przyczyn kryzysów walutowych i mechanizmów im towarzyszących. Główny nacisk położono na ukazanie roli przepływów kapitałowych w oddziaływaniu na stabilność systemu finansowego. Liberalizacja przepływów kapitałowych niesie ze sobą szereg zagrożeń związanych ze zwiększeniem podatności na destabilizację bilansu płatniczego. Wynika ona z przenoszenia z zagranicy różnego rodzaju zakłóceń, konieczności zdania się na subiektywne odczucia inwestorów, których ocena sytuacji częściej opiera się na irracjonalnych przesłankach niż na rzetelnej analizie ekonomicznej czy też z zagrożeń związanych z operacjami spekulacyjnymi podejmowanymi przez nastawionych na realizację wysokich zysków inwestorów krótkoterminowych. Niebagatelne znaczenie dla makroekonomicznych konsekwencji wywołanych przez obcy kapitał ma struktura jego napływu, zarówno w ujęciu czasowym jak i przedmiotowym.

Teoria ekonomii nie przyniosła jednoznacznych odpowiedzi na pytania o przyczyny wybuchu kryzysów walutowych. Kolejne modele wyjaśniają jedynie pewien wycinek rzeczywistości, nie uwzględniając wszystkich aspektów zjawiska. Duże znaczenie dla zapewnienia stabilności bilansu płatniczego w warunkach swobody przepływu kapitału przypisuje się obowiązującemu mechanizmowi kursowemu, od wyboru którego, w dużej mierze, zależy powodzenie operacji spekulacyjnych. Istotnym czynnikiem, stanowiącym swoiste zabezpieczenie stabilności bilansu płatniczego, jest odpowiednio dobrany poziom rezerw dewizowych, znajdujących się do dyspozycji banku centralnego, za pomocą których może on przeprowadzić interwencje na rynku walutowym, gdy poziom kursu stwarza zagrożenie dla realizacji polityki makroekonomicznej. Opracowanie zamyka ocena funkcjonowania Międzynarodowego Funduszu Walutowego w obliczu współczesnych zjawisk kryzysowych.

Słowa kluczowe: przepływy kapitału, kryzys walutowy, spekulacja na rynku walutowym, sterylizacja napływu kapitału, interwencje banku centralnego, instynkt stadny, efekt zarazy, pokusa nadużycia, płynny kurs walutowy, stały kurs walutowy, rezerwy dewizowe,

parytet stopy procentowej z pokryciem i bez pokrycia, atak spekulacyjny, Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Spis treści

Streszczenie.....	3
Spis treści.....	4
<i>Wprowadzenie</i>	5
I. Struktura kapitału zagranicznego a zagrożenie kryzysem walutowym.....	5
II. Istota kryzysów walutowych.....	11
III. Symptomy kryzysu walutowego	15
IV. Czynniki determinujące decyzje inwestorów zagranicznych.....	21
V. Stopa procentowa jako determinanta decyzji inwestycyjnych nierezydentów.....	24
VI. Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych – ewolucja poglądów w teorii ekonomii.....	26
VII. Znaczenie mechanizmu kursowego dla stabilizowania ujemnych skutków przepływów kapitału zagranicznego.....	36
VIII. Problem optymalizacji poziomu rezerw dewizowych.....	45
IX. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec współczesnych zjawisk kryzysowych.....	49
<i>Podsumowanie i wnioski</i>	54
BIBLIOGRAFIA	56

Wprowadzenie

Ostatnie dziesięciolecie przyniosło ponowny wzrost zainteresowania zjawiskiem kryzysu walutowego, będącego następstwem otwierania się wielu reformowanych gospodarek, zwłaszcza tych postkomunistycznych, na przyjęcie kapitału zagranicznego. Początkowe sukcesy ekonomiczne tych krajów przyciągały obcy kapitał, który masowo zasilął rozwijające się gospodarki, przyczyniając się do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Brak odpowiedniego przygotowania do pełnej liberalizacji rachunku kapitałowego, jak również nieumiejętność racjonalnego wykorzystania zagranicznych oszczędności, powodowały jednakże pogarszanie się sytuacji gospodarczej i płatniczej, stwarzając dogodne warunki dla ataku spekulacyjnego, odpływu kapitału i w efekcie załamania bilansu płatniczego.

Kryzysy walutowe są przypadłością gospodarek rynkowych poddanych przepływowi kapitału zagranicznego, swoistą cenę płaconą za wzrost gospodarczy, stymulowany dzięki zwiększeniu efektywności alokacji światowych oszczędności. Nie oznacza to jednak, że są stałym i nieuchronnym elementem, występującym w każdej gospodarce otwartej. Częstotliwość ich pojawiania się można raczej określić jako rzadką, a każdy przypadek kryzysu jest spektakularnym wydarzeniem, śledzonym przez opinię publiczną na całym świecie. Wśród ekonomistów panuje powszechne przekonanie, że choć swobodne przepływy kapitału nie są bezpośrednią przyczyną kryzysu, to w warunkach niespójnej i wadliwie prowadzonej polityki makroekonomicznej, przyczyniają się do pogłębienia negatywnych skutków kryzysu walutowego i zaostrzenia gwałtownego charakteru jego przebiegu.

I. Struktura kapitału zagranicznego a zagrożenie kryzysem walutowym

Międzynarodowe przepływy kapitału są składnikiem transgranicznych przepływów gospodarczych, będących efektem dokonujących się procesów ekonomicznych, obejmujących produkcję przedmiotów materialnych, usług i informacji (wiedzy technicznej) oraz konsumpcję, rozumianą jako zużycie lub używanie przedmiotów materialnych, jak również korzystanie z usług zaspokajających różnego

rodzaju potrzeby ludzkie¹. Przepływy kapitału w szerokim znaczeniu definiowane są jako wszelki odnotowywany w bilansie płatniczym ruch kapitału przez granicę; w wąskim znaczeniu obejmują jedynie te transakcje, u źródła których leży motyw osiągnięcia zysku².

Jednym z kryteriów klasyfikacji międzynarodowych przepływów kapitału jest horyzont czasu, na jaki następuje wywóz lub przywóz kapitału. Jeżeli okres ten przekracza rok, wówczas mówi się o ruchach długoterminowych, które są niezwykle pożądane z punktu widzenia gospodarki, bowiem są ściśle związane z jej realną sferą. Jeżeli natomiast czas lokaty kapitału jest krótszy niż jeden rok, wówczas określa się go jako przepływ krótkookresowy. Ten rodzaj ruchów kapitału niesie ze sobą niebezpieczeństwo destabilizacji gospodarki i podejmowany jest najczęściej w celu osiągnięcia szybkiego zysku na operacjach spekulacyjnych.

W warunkach rynkowych ściśle rozdzielenie ruchów kapitału w aspekcie czasowym nastęrcza wiele trudności, formalne traktowanie okresu lokaty prowadzić może bowiem do błędnych wniosków. Instrumenty o charakterze krótkoterminowym przechowywane w postaci rezerw nabierają charakteru lokaty długoterminowej, podczas gdy zakupy papierów wartościowych długoterminowych z zamiarem ich dalszej rychłej odsprzedaży, stają się w rzeczywistości transakcją krótkoterminową. Niemożność precyzyjnego rozdzielania okresu lokaty kapitału, skłania niektórych autorów do przyjmowania w rozważaniach teoretycznych zmodyfikowanego kryterium podziału. Dokonują oni klasyfikacji ze względu na cel przeprowadzanych transakcji kapitałowych. W sytuacji, gdy są realizowane z zamiarem dokonania transakcji powrotnej w ciągu krótkiego czasu lub w momencie bliżej nieokreślonym, ale korzystnym z punktu widzenia maksymalizacji zysku, wówczas zalicza się je do transakcji krótkoterminowych. W pozostałych przypadkach traktuje się je jako przepływy długoterminowe. Bariery natury statystycznej powodują jednakże, iż walor poznawczy tego typu podziałów jest niewielki, zatem dla celów analizy porównawczej klasyfikacja przepływów ze względu na kryterium czasu musi opierać się na tradycyjnym "statystycznym" rozwiązaniu³.

¹ *Międzynarodowe przepływy gospodarcze. Nowe tendencje i próby regulacji* [1987] pod red. L. Balcerowicza, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa, s. 8.

² A. Budnikowski [2001], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 137.

³ P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski [1999], *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 155.

Strumienie kapitału zagranicznego napływającego do danego kraju mogą przybierać różnorodną formę i podlegają księgowaniu w odpowiedniej pozycji rachunku obrotów kapitałowych bilansu płatniczego. Głównymi składnikami tego rachunku są inwestycje bezpośrednie oraz inwestycje portfelowe. Dodatkowym źródłem kapitału zagranicznego są kredyty, zwiększające poziom zadłużenia danego kraju.

Inwestycje bezpośrednie polegają na ulokowaniu kapitału w przedsiębiorstwie innego kraju w celu uzyskania trwałego wpływu na jego działalność i czerpania z tego tytułu zysków. Przybierają one najczęściej formę całościowego lub częściowego udziału w przedsiębiorstwie już funkcjonującym lub też polegają na założeniu, wybudowaniu i wyposażeniu samodzielnie lub wspólnie z innymi podmiotami nowego przedsiębiorstwa. Ten rodzaj przepływu kapitału postrzegany jest jako najbardziej korzystny ze względu na jego ścisły związek ze sferą realną gospodarki i brak zagrożenia dla stabilności bilansu płatniczego. Niekiedy jednak zwraca się uwagę na pewien mniej pozytywny aspekt napływu inwestycji bezpośrednich, związany z niebezpieczeństwem pogłębiania się deficytu bilansu płatniczego. Inwestycje bezpośrednie nie muszą bowiem być bezpiecznym pokryciem ujemnego salda obrotów bieżących, o ile nie lokują się one głównie w sektorze produkcji dóbr wymiennych przeznaczonych na eksport. Transferowane za granicę zyski mogą w dalszej perspektywie czasu przyczynić się do pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących, a tym samym potęgować ryzyko utraty wiarygodności kredytowej kraju dłużnika⁴. Napływ inwestycji bezpośrednich podnosi ponadto stopień zaufania inwestorów zagranicznych do danej gospodarki, czyniąc ją bardziej atrakcyjną dla kapitałów krótkoterminowych⁵.

Innym rodzajem przepływów kapitału są inwestycje portfelowe rozumiane jako obrót kapitałowy polegający na nabywaniu papierów wartościowych, jednostek uczestnictwa w funduszach zbiorowego inwestowania oraz instrumentów pochodnych. Obrót ten może polegać na ich emitowaniu, obejmowaniu i nabywaniu na uznanym rynku lub poza tym rynkiem oraz na umarzaniu jednostek uczestnictwa w funduszach zbiorowego inwestowania nabytych na uznanym rynku lub na innych rynkach. Ten rodzaj ruchów kapitałów, z uwagi na swoją dużą zmienność i motyw spekulacyjny, budzi dużo więcej kontrowersji. Szczególnie niebezpieczne okazują się instrumenty

⁴ D. Gotz-Kozierkiewicz [2002], *Globalizacja rynków finansowych*, s. 130, w: *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, pod red. B. Liberskiej, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

⁵ M. Chrzan, *Sytuacja gospodarcza Polski na tle kryzysów finansowych lat dziewięćdziesiątych* [1999], Prace Naukowe AE we Wrocławiu, nr 836, s. 28.

poходne, przeżywające w ostatnich latach duży rozwój, zarówno w zakresie zróżnicowania operacji, jak i skali przeprowadzanych transakcji.

Wśród czynników stymulujących napływ kapitału wymienia się przede wszystkim⁶:

- a) postępującą deregulację rynków finansowych, polegającą na stopniowej likwidacji ograniczeń dla przepływów kapitału,
- b) rosnącą rolę inwestorów instytucjonalnych,
- c) wzrost udziału papierów wartościowych w obrotach finansowych (sekurytyzacja),
- d) dynamiczny rozwój rynków instrumentów pochodnych (derywatów), pozwalających na zwiększenie skali bardziej ryzykownych inwestycji finansowych.

Charakteryzując przepływy kapitałowe, szczególną uwagę należy zwrócić na zjawisko liberalizacji obrotu dewizowego, które w wielu krajach, w połączeniu ze słabością systemu finansowego, stało się jednym z czynników odpowiedzialnych za kryzys walutowy. Do końca lat osiemdziesiątych panowało powszechne przekonanie, iż niezbędnym warunkiem liberalizacji jest posiadanie silnej gospodarki. Początek lat dziewięćdziesiątych przyniósł wiarę, iż to właśnie liberalizacja przepływów kapitałowych może stymulować wzrost gospodarczy, zatem otwieranie się gospodarek na przyjęcie obcych kapitałów jest jak najbardziej korzystne. Upowszechnienie się tych poglądów zaowocowało wzrostem wymienialności walut wielu krajów. Opamiętanie przyszło wraz z falą kryzysów walutowych, które dotknęły głównie te gospodarki, których słabości instytucjonalno-strukturalne nie sprzyjały liberalizacji. Ekonomiści zaczęli więc ponownie zwracać uwagę na pewne minimum warunków, które muszą być spełnione przed zniesieniem restrykcji dewizowych. Swobodny przepływ kapitału wymaga bowiem efektywnej nadbudowy instytucjonalnej w postaci skutecznego, sprawnie funkcjonującego systemu finansowego. Zbyt szybkie otwarcie rachunku kapitałowego rodzi liczne zagrożenia w postaci ucieczki kapitałów, zwiększonego ryzyka transmisji ze świata zewnętrznego czynników destabilizujących oraz ograniczenia autonomii polityki monetarnej.

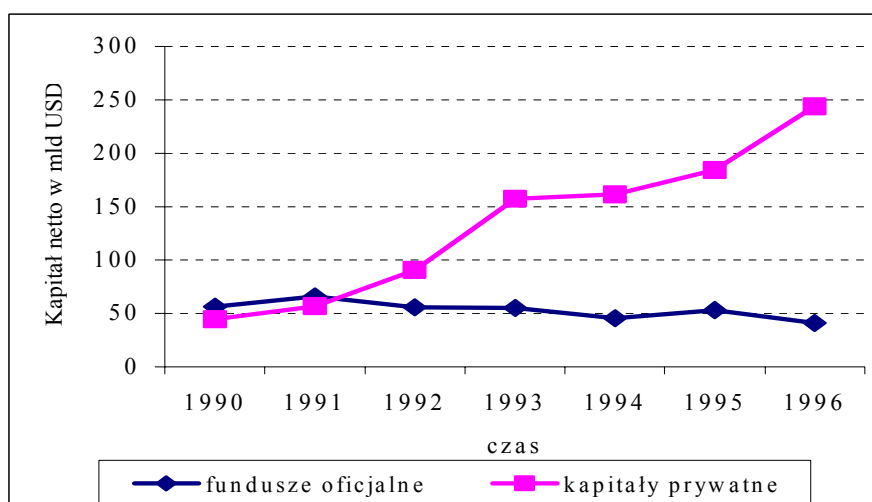
Warto zauważyć, iż w dobie globalizacji rynków oraz znacznego rozwoju inżynierii finansowej, proponującej zróżnicowane, niekiedy niezwykle skomplikowane,

⁶ D. Gotz-Kozierkiewicz, op. cit., s. 107.

instrumenty finansowe, pozwalające na ominięcie istniejących restrykcji, dalsze utrzymywanie ograniczeń dewizowych jest wysoce nieskuteczne.

Lata dziewięćdziesiąte charakteryzowały się dużym wzrostem napływu kapitału na rynki wschodzące. Na uwagę zasługuje jednak nie tylko skala zjawiska, ale również zmiany w strukturze przepływającego kapitału, która ewoluowała w kierunku przewagi kapitału prywatnego i portfelowego. Zgodnie z danymi publikowanymi przez Bank Światowy przepływy długoterminowych funduszy oficjalnych do krajów rozwijających się wykazywały lekki trend spadkowy, odwrotnie niż długoterminowe przepływy prywatne. Rosnąca skala napływu kapitałów prywatnych, z uwagi na ich dużą zmienność, budziła obawy o stabilność bilansu płatniczego. Negatywny efekt zjawiska potęgowany był przez rosnącą skalę udziału długoterminowych inwestycji portfelowych, które w okresie 1990-1996 zwiększyły się z 5,5 mld USD do ponad 91,8 mld USD⁷. Kształtowanie się napływu kapitałów prywatnych oraz funduszy oficjalnych prezentuje wykres 1.

Wykres 1.
NAPŁYW DŁUGOTERMINOWYCH KAPITAŁÓW NETTO
DO KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ W LATACH 1990-1996



Źródło: *Global Development Finance 1997*, World Bank, Washington D. C. 1998, za: C. Wójcik, *Kryzysy walutowe we współczesnej gospodarce światowej*, s. 157, w: *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, pod red. B. Liberskiej, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.

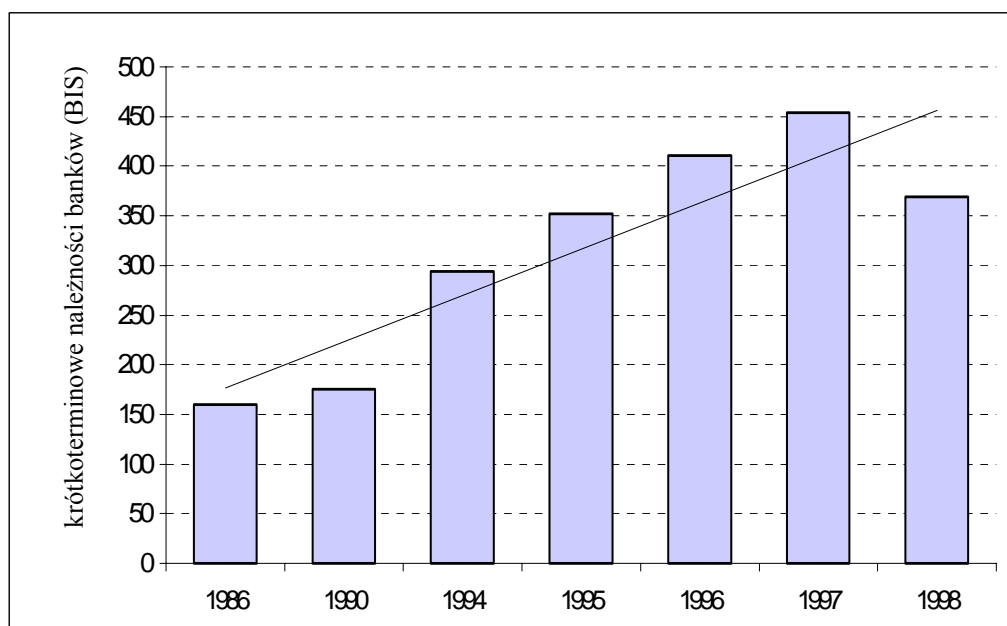
W krajach przechodzących transformację gospodarczą przepływy kapitałowe na szerszą skalę pojawiły się w zasadzie dopiero w połowie lat dziewięćdziesiątych,

⁷ C. Wójcik [2002], *Kryzysy walutowe we współczesnej gospodarce światowej*, s. 157, w: *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*, pod red. B. Liberskiej, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

głównie w postaci importu kapitału, ponieważ jego wywóz objęty był początkowo ścisłą kontrolą administracyjną. Asymetria swobody przepływów kapitału, przejawiająca się w jego wolnym dopływie i regramentacji odpływu, jest charakterystyczną cechą systemu walutowego krajów transformujących swoje gospodarki⁸.

W strukturze kapitału zagranicznego na szczególną uwagę zasługuje zagrożenie wynikające z rosnącej skali przepływów krótkoterminowych, również tych napływających w postaci kredytów udzielanych przez banki międzynarodowe krajom rozwijającym się. W latach 1990-1997 krótkoterminowe należności banków, składających raporty w Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, wobec krajów rozwijających się zwiększyły się prawie trzykrotnie, ze 176 mld USD do 454 mld USD. Dynamika krótkoterminowych należności banków (BIS) wobec krajów rozwijających się zaprezentowana została na wykresie 2.

Wykres 2.
KRÓTKOTERMINOWE NALEŻNOŚCI BANKÓW (BIS)
WOBEC KRAJÓW ROZWIJAJĄCYCH SIĘ W LATACH 1986-1998 (MLD USD)



Źródło: BIS, *Capital Requirements and Bank Behavior*, Working Paper 1999, April, No 1, za: C. Wójcik, *Kryzysy walutowe we współczesnej gospodarce światowej*, s.157, w: *Globalizacja...*, op. cit.

Analizując dane publikowane przez Bank Światowy można stwierdzić, że w ciągu ostatniej dekady nastąpił znaczny wzrost skali inwestycji portfelowych oraz skrócenie terminów pożyczek bankowych, które powodują wzrost ryzyka

⁸ D. Rosati [1998], *Polska droga do rynku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 265.

spekulacyjnego. Rosnąca mobilność międzynarodowych przepływów kapitałowych, będąca konsekwencją procesu globalizacji rynków finansowych, a także wzrost znaczenia krótkoterminowego kapitału portfelowego sprawiają, że błędy w polityce makroekonomicznej oraz kumulujące się stany nierównowagi gospodarek, są czynnikami prowokującymi ataki spekulacyjne połączone z masowym odpływem kapitału. Ekonomiści podkreślają zatem rolę jakości prowadzonej polityki gospodarczej w procesie przeciwdziałania kryzysom, opartej na zasadach stabilności, ograniczonej dyskrecjonalności, wiarygodności i przejrzystości⁹.

II. Istota kryzysów walutowych

Istotą kryzysu walutowego jest nagła utrata zaufania międzynarodowych rynków finansowych do stabilności kursu danej waluty, rodząca oczekiwanie na nieuchronny i bliski moment jej dewaluacji¹⁰. Negatywnym efektem zwątpienia w stabilność poziomu waluty jest ucieczka kapitałów, uznawana często za początek załamania finansowego¹¹. Gwałtownemu odpływowi znacznej części kapitałów zagranicznych, które napłynęły w okresie ekspansji gospodarczej, towarzyszy zwykle odejście rezydentów od waluty krajowej na skutek spadku zaufania do jej stabilności oraz w celu wcześniejszego zaopatrzenia w zagraniczne środki płatnicze niezbędne do spłaty zaciągniętych wcześniej kredytów dewizowych.

Najbardziej spektakularnym etapem kryzysu jest spekulacyjny atak na walutę danego kraju przeprowadzany głównie przez nierezydentów¹². Uczestnicy rynku finansowego kierują się zwykle zasadą, w myśl której należy kupować waluty, których kurs rośnie, ponieważ za ruchem kursu w górę kryje się „bezwładność”, która nadal będzie go pchać w tym samym kierunku; pozbywać się natomiast trzeba walut, których kursy wykazują trend spadkowy¹³. Najczęściej wykorzystywaną metodą ataku spekulacyjnego jest zaciąganie przez nierezydentów pożyczek w walucie krajowej, a następnie sprzedaż słabnącej waluty na rynku kasowym. Jest to świadoma gra na spadek kursu waluty, bowiem zwielokrotniony popyt na dewizy prowadzi

⁹ A. Wojtyła [1999], *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, Bank i Kredyt, nr 7-8, s. 98-99.

¹⁰ J. Sulmicki [2000], *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, Ekonomista, nr 4, s. 458.

¹¹ A. Sławiński [2001], *Przyczyny i następstwa kryzysu walutowego*, s. 11, w: W. Małecki, A. Sławiński, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

¹² W. Małecki [2000], *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, Gospodarka Narodowa, nr 4, s. 1-2.

¹³ A. Sławiński [2002], *Złoty i dealerzy*, Rzeczpospolita 20 (6097) z 24 stycznia, s. B6.

do załamania jej kursu i w konsekwencji dewaluacji. Spadek kursu waluty krajowej sprawia, iż w momencie wymagalności długu, inwestorzy zagraniczni kupują walutę znacznie taniej, niż miało to miejsce w momencie zaciągania pożyczki. Różnica kursu przed i po dewaluacji, po potrąceniu kosztów kredytu, stanowi zysk inwestorów.

W odpowiedzi na operacje spekulacyjne banki centralne mogą podnieść wysokość stopy procentowej, zwiększając tym samym koszty spekulacji. Inną, bardziej restrykcyjną metodą przeciwdziałania tego rodzaju praktykom, są próby administracyjnego ograniczania wielkości kredytów w walucie krajowej udzielanych nierezydentom przez banki komercyjne. O skuteczności tych rozwiązań decyduje stopień zdyscyplinowania banków komercyjnych, które mogą zastosować się do nałożonych przez bank centralny ograniczeń lub próbować je ominąć. Inwestorzy zagraniczni dysponują również pewnymi możliwościami omijania barier stawianych im przez władze monetarne, mogą bowiem osiągać zyski spekulacyjne ze sprzedaży słabnącej waluty w transakcjach terminowych, rozliczając jedynie różnice kursowe. W celu zapobieżenia tego typu operacjom banki centralne wprowadzają niekiedy zakaz transakcji terminowych nie związanych z obrotem handlowym¹⁴.

Inną formą spekulacji jest masowy wykup papierów wartościowych, który na płytkich rynkach kapitałowych powoduje gwałtowny wzrost indeksu. Odsprzedaż papierów wartościowych, a następnie waluty krajowej uzyskanej z tej transakcji, umożliwia realizację podwójnych zysków.

Kryzysy walutowe atakują gospodarki, niwecząc dotychczasowe osiągnięcia stabilizacyjne, zmuszając władze do podjęcia ostrych działań dostosowawczych, których następstwem jest spadek popytu krajowego, recesja i wzrost stopy bezrobocia¹⁵. Kraj, który do tej pory był atrakcyjnym miejscem lokowania kapitału dla inwestorów zagranicznych, traci wiarygodność jako pożyczkobiorca, konsekwencją czego jest zahamowanie napływu nowego kapitału zagranicznego i częściowy odpływ kapitału dotychczas zainwestowanego. Ostry kryzys zaufania do stabilności waluty, powoduje utratę płynności danego kraju, uniemożliwiając bieżące regulowanie zagranicznych zobowiązań. Kryzys walutowy utożsamiany jest zatem z sytuacją, w której dane państwo nie jest w stanie obsłużyć swojego długu zagranicznego, zarówno rządowego

¹⁴ A. Sławiński, M. Dusza [1998], *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, Bank i Kredyt, nr 1-2, s. 10.

¹⁵ W. M. Orłowski [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych: waga problemu*, s. 5, w: *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa.

jak i prywatnego¹⁶. Położenie takie wymaga wsparcia finansowego, udzielanego przez międzynarodową instytucję finansową, zwykle Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W przypadku odmowy pomocy finansowej, następuje kumulacja negatywnych zjawisk i dalsze przeobrażanie kryzysu płynności, skutkujące niebezpieczeństwem utraty wypłacalności¹⁷.

Raptowny odpływ kapitału prowadzi niekiedy do niezwykle szkodliwych w skutkach kryzysów systemu bankowego. Napływający w okresie sukcesu gospodarczego kapitał zagraniczny, powiększa zasoby pieniądza krajowego, rozwijając możliwości ekspansji kredytu bankowego. Strumień kapitału zagranicznego stymulowany bywa nie tylko decyzjami zagranicznych inwestorów lokujących nadwyżki finansowe na rynku krajowym; Wynika on bowiem również z aktywności podmiotów krajowych: banków komercyjnych oraz przedsiębiorstw, poszukujących na rynkach zagranicznych źródeł finansowania bieżącej działalności lub spekulacji na cenach aktywów krajowych (np. nieruchomości lub kursach giełdowych). Gwałtowny wzrost popytu na aktywa krajowe powoduje znaczący wzrost ich cen, przyczyniając się do powstania tzw. bąbla spekulacyjnego, mierzonego wielkością odchylenia cen, korespondujących z bieżącą sytuacją makroekonomiczną, od cen ukształtowanych w wyniku operacji służących sztuczemu podniesieniu ich poziomu¹⁸. Narastanie bąbla spekulacyjnego, zgodnie z definicją Oliviera Blancharda, powoduje, iż uczestnicy rynku mają świadomość, że ceny (kursy) wkrótce spadną, ale prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostu jest większe niż prawdopodobieństwo jego spadku¹⁹.

Część napływających środków zasila rachunki w bankach komercyjnych i za pośrednictwem mechanizmu mnożnika kredytowego, przyczynia się do kreacji pieniądza, skutkującej dalszym przyrostem jego podaży. Zwiększenie możliwości kredytowych banków komercyjnych przyczynia się do zaopatrzenia gospodarki w pieniądź napędzający koniunkturę gospodarczą. Efektem takich procesów może być boom ekonomiczny, któremu towarzyszy wzrost kursów akcji oraz cen ziemi. Podwyższenie ich wartości zwiększa dodatkowo możliwości kredytowe banków komercyjnych, stwarza bowiem przedsiębiorstwom nowe możliwości zaciągania

¹⁶ M. Gruszczyński [1999], *ABC kryzysu walutowego*, Bankowe abc, Bank i Kredyt, nr 5, s. 1.

¹⁷ A. Sławiński [2000], *Kryzysy walutowe a kierunki reformy międzynarodowego systemu finansowego*, Bank i Kredyt, nr 7-8, s. 94.

¹⁸ T. Fic [2002], *Bąble spekulacyjne złotego*, Bank i Kredyt, nr 1, s. 13.

¹⁹ A. Sławiński, *Złoty i ...*, op. cit., s. B6.

zobowiązań pod zastaw nieruchomości i papierów wartościowych. Zwiększenie źródeł finansowania przedsiębiorstw oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego, tworzy atmosferę sukcesu, która generując optymistyczne oczekiwania, przyciąga kolejne fale kapitału zagranicznego²⁰.

Negatywnym aspektem wzrostu gospodarczego, pobudzonego napływającym kapitałem, w przeważającej części ulokowanym na krótkie terminy, jest uzależnienie od zewnętrznych źródeł finansowania. Rządy państw będących obiektem zainteresowania inwestorów zagranicznych nie doceniają zazwyczaj skali zagrożenia, pokładając nadzieję na stabilność pieniądza krajowego w rezerwach dewizowych, rosnących w sposób ciągły dzięki importowi kapitału. Inwestorzy zagraniczni w miarę zmniejszania się różnicy pomiędzy zasobami rezerw dewizowych a wielkością napływu kapitału krótkookresowego i portfelowego, tracą jednak zaufanie do stabilności waluty krajowej i decydują się na wycofanie kapitału. Masowa wyprzedaż nieruchomości i papierów wartościowych, której towarzyszy ucieczka kapitałów za granicę, przynosi zwykle załamanie na giełdach i rynkach nieruchomości.

Nasilony odpływ kapitału za granicę powoduje gwałtowne obniżenie płynności systemu bankowego, czego następstwem jest skokowy wzrost stóp procentowych, będący bezpośrednią przyczyną przekształcenia kryzysu walutowego w kryzys bankowy. Zwiększony popyt na waluty obce, zgłaszany przez wycofujących się za granicę inwestorów, stawia banki komercyjne przed koniecznością zaciągania pożyczek na rynku międzybankowym. W związku z relatywnym umocnieniem kursów walut obcych wynikającym z destabilizacji waluty krajowej, rosną koszty pozyskania zagranicznych środków płatniczych. Wzrost stóp procentowych powoduje, że banki komercyjne muszą płacić drożej za powierzone im krótkookresowe depozyty, podczas gdy dochody z udzielonych wcześniej kredytów długoterminowych o stałym oprocentowaniu pozostają na niezmiennym poziomie. Stratom z tego tytułu można zapobiegać dzięki wykorzystaniu instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem stopy procentowej, jednakże w większości krajów wschodzących, które tego rodzaju kryzysu doświadczyły, nie były one stosowane na szerszą skalę.

Podwyższenie kosztów oprocentowania kredytów o zmiennej stopie procentowej przyczynia się do wzrostu ilości kredytów straconych, których przedsiębiorcy nie są w stanie spłacić. Problemy finansowe podmiotów gospodarczych potęgowane są

²⁰ A. Sławiński, *Przyczyny i następstwa...*, op. cit., s. 23.

zwykle przez straty kursowe, poniesione w następstwie uprzedniego zaciągnięcia kredytów dewizowych bez zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym oraz spadki cen na giełdzie i rynku nieruchomości, wywołane pęknięciem bąbla spekulacyjnego.

Następstwem takiej sytuacji jest fala bankructw przedsiębiorstw i banków komercyjnych, bowiem malejące dochody podmiotów gospodarczych nie tylko uniemożliwiają spłatę starych kredytów, ale również nie dopuszczają do zaciągania nowych. Banki komercyjne, w wyniku spadku wielkości powierzonych im depozytów, które kurczą się na skutek wykorzystania ich do spłaty zadłużenia, zmuszane są ograniczyć skalę akcji kredytowej. Ponoszone straty pokrywane są zwykle z kapitału rezerwowego banków, co istotnie zwiększa ryzyko utraty ich wypłacalności. Najgroźniejszą fazą kryzysu jest masowe wycofanie środków z rachunków bankowych przez ludność, stanowiące bezpośrednią przyczynę bankructwa pojedynczych banków lub całego systemu bankowego, bowiem ściśle powiązania pomiędzy poszczególnymi instytucjami finansowymi wywołują efekt domina²¹.

Kryzys systemu bankowego może zostać złagodzony dzięki występowaniu nadwyżki budżetowej, która daje możliwość udzielenia bankom pomocy finansowej w sytuacji kryzysu walutowego i, będącego jego następstwem, kryzysu płynności systemu bankowego. Nadwyżka budżetowa jest szczególnie pożądana w krajach, w których system bankowy wykazuje małą odporność na ewentualne kryzysy.

III. Symptomy kryzysu walutowego

Próby przewidywania kryzysów walutowych sprawiają wiele trudności, bowiem nie zawsze symptomy kryzysu są wyraźne i właściwie interpretowane. Bardzo często wybuch następuje tuż po okresie sukcesów w prowadzeniu polityki gospodarczej, w sytuacji, gdy makrofundamenty nie wskazują na zbliżające się niebezpieczeństwo.

Eksperti w dziedzinie kryzysów próbują określić zmienne wyprzedzające, których monitorowanie mogłoby pomóc w przewidywaniu, a nawet zapobieganiu załamaniom walutowym. MFW jest autorem tzw. indeksu podatności, będącego średnią ważoną relacji M_2 do rezerw walutowych, procentowej zmiany realnego kredytu krajowego w ciągu 12 miesięcy oraz zmiany realnego kursu walutowego. W literaturze ekonomicznej można spotkać się również z indeksem presji spekulacyjnej, ważącym

²¹ Ibidem, s. 28.

zmiennosc rezerw walutowych, kursu walutowego i stop procentowych. Obserwacja tych wskaźników nie przynosi jednakże zadowalających rezultatów²².

Symptomy kryzysu dają się co prawda zaobserwować w narastających obawach o stan gospodarki i bilansu płatniczego, powodujących erozję zaufania do waluty danego kraju, która sprawia, że uczestnicy rynku zwykle spodziewają się, iż wkrótce może ona stać się obiektem ataku spekulacyjnego. Mimo powszechnego przekonania o nieuchronności kryzysu, występują jednakże duże trudności z określeniem samego momentu wystąpienia ataku, który zazwyczaj jest dla wszystkich dużym zaskoczeniem. Chociaż zwiastuny grożącego niebezpieczeństwa są widoczne, trudno z całą pewnością przewidzieć kiedy ewentualny wybuch może nastąpić i jak duże jest jego prawdopodobieństwo²³.

Liczne doświadczenia państw dotkniętych kryzysem walutowym pozwalają na określenie pewnych typowych scenariuszy sytuacji, powodujących, że uczestnicy rynku zaczynają liczyć się z możliwością wystąpienia ataku spekulacyjnego. Zwykle kształtują się one w następujący sposób²⁴:

- a) wysoki poziom stopy procentowej, utrzymywany dla podtrzymania kursu walutowego, zaczyna w widoczny sposób spowalniać wzrost gospodarczy,
- b) sytuacja polityczna w danym kraju utrudnia lub uniemożliwia podjęcie decyzji potrzebnych do przywrócenia równowagi bilansu płatniczego,
- c) pojawiają się czynniki zewnętrzne, powodujące pogorszenie sytuacji w bilansie płatniczym danego kraju.

Wysoki poziom stop procentowych ogranicza popyt globalny, którego składnikiem jest popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, a więc i wielkość produkcji w równowadze. Produkcja faktyczna nie osiąga wówczas poziomu produkcji potencjalnej, zatem gospodarka znajduje się w stanie niepełnego wykorzystania czynników wytwórczych, co jest niekorzystne z punktu widzenia rozwoju ekonomicznego danego kraju, zniechęcając tym samym inwestorów do długoterminowych lokat kapitału. Wysoka stopa procentowa zwiększa koszty odsetkowe, przyczyniając się do recesji w gospodarce i kryzysu złych długów w systemie bankowym. Wyhamowanie wzrostu gospodarczego rodzi duże ograniczenia

²² B. Eichengreen, A. K. Rose, C. Wyplosz [1995], *Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks*, *Economic Policy* '21, October, za: M. Gruszczyński, op. cit., s. 13.

²³ Ibidem, s. 12,

²⁴ A. Sławiński, M. Dusza, op. cit., s. 4.

dla działań służących zachowaniu równowagi wewnętrznej, ponieważ zaostrzenie polityki finansowej prowadzi do dalszego ograniczenia popytu krajowego, a tym samym do pogłębienia recesji gospodarczej. Prymat polityki stymulowania wzrostu gospodarczego nad polityką służącą zachowaniu równowagi zewnętrznej sprawia, iż decyzje o zwiększaniu restrykcyjności polityki makroekonomicznej są odkładane w czasie, zwiększając prawdopodobieństwo ataku spekulacyjnego.

Wszelkie niepokojące sygnały, płynące z kraju, będącego miejscem inwestycji, wywołują duży niepokój wśród inwestorów zagranicznych. W skrajnych przypadkach przybiera on postać paniki, kończącej się gwałtownym i pospiesznym wycofywaniem kapitału w inny, bezpieczniejszy obszar na świecie. Przepływy kapitału, z uwagi na subiektywne postrzeganie niebezpieczeństwa przez zagranicznych inwestorów, są zatem często katalizatorem kryzysów walutowych. Utrata zaufania inwestorów wiąże się w ścisły sposób z pewnymi zdarzeniami natury politycznej ograniczającymi pole manewru władz monetarnych, obniżającymi tym samym zdolność systemu finansowego do obrony przed ewentualnym kryzysem walutowym. Jeżeli polityka gospodarcza, stanowiąca obiekt uważnych obserwacji ze strony inwestorów zagranicznych, w coraz mniejszym stopniu angażuje się w zachowanie równowagi bilansu płatniczego, uczestnicy rynku zaczynają liczyć się z możliwością wystąpienia ataku spekulacyjnego.

Czynnikami zewnętrznymi pogarszającymi sytuację w bilansie płatniczym mogą być decyzje podejmowane za granicą przez rządy lub władze monetarne, utrudniające prowadzenie polityki gospodarczej w kraju, np. zaostrzenie polityki pieniężnej za granicą. Spośród czynników zewnętrznych odpowiedzialnych za powstawanie kryzysów walutowych na szczególną uwagę zasługuje efekt zarażenia się kryzysem od innego kraju. Zjawisko to związane jest z postępującą globalizacją umożliwiającą inwestorom przeprowadzanie transakcji na rynkach wielu krajów równocześnie. Reakcją na straty poniesione w jednym kraju jest automatyczna realizacja zysków i wycofywanie kapitałów z pozostałych rynków w celu skompensowania strat i uniknięcia powstawania nowych. „Rozlewanie się” kryzysu walutowego na rynki finansowe innych krajów wynika z faktu, iż inwestorzy trzymają portfele złożone z papierów wartościowych kupowanych na rynkach różnych państw, a zakupy w jednym kraju finansowane są dochodami ze sprzedaży papierów wartościowych w innych krajach. Inwestorzy kierują się przy tym zasadą mówiącą, że należy sprzedać papiery wartościowe na rynku bardziej płynnym, na którym ceny zmieniają się

relatywnie wolniej, a uzyskane dochody ulokować na rynku mniej płynnym, gdzie zmiana cen następuje relatywnie szybciej²⁵.

„Zakaźny” charakter kryzysów walutowych i ich przenoszenie z jednego kraju do drugiego nie zawsze jest zjawiskiem w pełni zrozumiałym. Na uwagę zasługują zarówno proste zależności podlegające kwantyfikacji (np. zmiany w międzynarodowej konkurencyjności innych krajów wywołane dewaluacją waluty danego kraju), jak i zjawiska częściowo kształtowane przez czynniki obiektywne, a częściowo przez percepcję inwestorów np. podobieństwo makroekonomicznej sytuacji i polityki gospodarczej²⁶. Czynniki zewnętrzne są szczególnie niebezpieczne, jeśli dana gospodarka nie zdołała wykształcić mechanizmu automatycznego hamowania niekorzystnego procesu narastania nierównowagi, rozumianej jako niezbilansowanie handlu zagranicznego, a w szerszym ujęciu jako łączne niezbilansowanie obrotów bieżących i obrotów kapitałowych. Powoduje to jej pogłębianie i narastanie napięć możliwych do rozładowania jedynie w formie szkodliwego dla gospodarki szoku "ucieczki inwestorów"²⁷.

Chociaż jednoznaczne określenie przyczyn powstawania kryzysów walutowych pozostaje wciąż otwartym problemem, tym niemniej jednak najczęściej wskazuje się na trzy grupy czynników zwiększających prawdopodobieństwo ich wystąpienia²⁸:

- a) czynniki związane z obroną kursu walutowego,
- b) czynniki instytucjonalne i strukturalne w sektorze finansowym,
- c) czynniki związane z rozwojem rynków finansowych.

Do czynników odpowiedzialnych za powstawanie kryzysów walutowych zalicza się najczęściej czynniki związane z obroną kursu walutowego. Wiele krajów zostało dotkniętych kryzysem, bowiem stosowany przez nie mechanizm kursowy stanowił swoistą gwarancję obrony pewnego poziomu kursu walutowego, udzielaną przez władze monetarne.

W systemie kursu stałego bądź zmiennego z dopuszczalnym pasmem wahań wokół parytetu, bank centralny, ustalając kurs walutowy, przekazuje inwestorom opcję,

²⁵ A. Sławiński, *Kryzysy walutowe a kierunki...*, op. cit., s. 97.

²⁶ R. Kokoszcyński [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, s. 10, w: *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa, s. 12.

²⁷ C. Józefiak [1999], *Odporność gospodarki na kryzysy walutowe*, Bank i Kredyt, nr 7-8, s. 28.

²⁸ W. Grabowski [1998], *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa, s. 73-74,

w której zobowiązuje się do odkupienia własnej waluty po gwarantowanym kursie lub w określonym przedziale kursowym. Wystawienie takiej opcji wiąże się z pewnym kosztem, który władze monetarne muszą właściwie oszacować, aby zapewnić sobie zdolność realizacji przyjętych zobowiązań. Najgroźniejszy etap kryzysu, czyli masowa ucieczka płynnego kapitału zagranicznego, poprzedzony jest gwałtownym wzrostem popytu na waluty zagraniczne i jednoczesnym spadkiem popytu na walutę krajową. Inwestorzy zagraniczni wymieniają bowiem aktywa denominowane w walucie krajowej na waluty światowe, które następnie transferują do kraju macierzystego lub innej, korzystniejszej w danym momencie, części świata. Bank centralny początkowo broni kursu waluty krajowej, ale zbyt silne oddziaływanie rynku, skazuje jego działania na niepowodzenie. Mechanizmy te doprowadzają do spadku nagromadzonych w okresie prosperity rezerw dewizowych, czego efektem jest dalsza silna presja na deprecjację waluty krajowej. Rozwój sytuacji i jej przebieg rodzi przekonanie, że dewaluacja waluty jest nieuchronna, wywołując panikę wśród uczestników rynku. Inwestorzy, obawiając się poniesienia strat na skutek skokowego spadku kursu walutowego, czynią wszystko, aby zdążyć wycofać kapitał przed dewaluacją, zanim uczynią to inni uczestnicy rynku. Szybkość reakcji jest tutaj niezwykle istotna, bowiem kraj zagrożony niewypłacalnością nie będzie w stanie wywiązać się ze zobowiązań względem wszystkich inwestorów.

Cechą wyróżniającą system zmiennego kursu walutowego jest fakultatywny charakter interwencji banku centralnego, w przeciwieństwie do obowiązkowej obrony waluty w systemie kursów sztywnych. Jego mankamentem jest natomiast permanentna płynność, przejawiająca się w częstych wahanach kursowych i w rezultacie w przenoszeniu wstrząsów z rynku walutowego na rynek pieniężny, a za jego pośrednictwem na produkcję i stopień wykorzystania czynników wytwórczych w krótkim okresie. System kursu płynnego ma jednak tę wyższość nad systemem kursu sztywnego lub jedną z odmian kursu stałego, że pozostawia inwestorom pewną dozę niepewności co do ewentualnych decyzji banku centralnego, dotyczących interwencji walutowych bądź ich zaniechania. Spekulanci nigdy do końca nie są pewni czy bank centralny zareaguje uruchomieniem rezerw dewizowych czy też pozwoli na deprecjację waluty. Ryzyko kursowe towarzyszące systemowi kursu płynnego ogranicza ponadto zakusy podmiotów krajowych do zwiększania krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego.

Zaciąganie zobowiązań zagranicznych jest szczególnie niebezpieczne w sytuacji braku zabezpieczenia przed zmianami kursu walutowego. Przedsiębiorstwa chcą w ten sposób odnieść wymierną korzyść z różnicy pomiędzy wyższym (krajowym) i niższym (zagranicznym) oprocentowaniem kredytów. Zabezpieczenie przed ryzykiem przyszłego spadku kursu walutowego spowodowałoby zrównanie efektywnego oprocentowania kredytu zagranicznego z wielkością notowaną w kraju, bowiem terminowy kurs walutowy odzwierciedla różnicę oprocentowania dwóch walut²⁹. Znamienny jest również sposób odbierania rzeczywistości gospodarczej przez przedsiębiorców, dla których ryzyko dewaluacji jest niewspółmiernie małe w stosunku do kosztów przeprowadzania transakcji zabezpieczających.

W związku z niepewnością towarzyszącą operacjom podejmowanym przez inwestorów, o poziomie kursu decydują niekiedy same oczekiwania co do jego ewentualnych zmian. Najczęściej podaje się dwa czynniki, od których zależy zmiana oczekiwań przyszłego kursu realnego: oczekiwaną zmianę realnego kursu równowagi, wynikającą z rozwoju sytuacji płatniczej oraz oczekiwaną zmianę odchylenia rzeczywistego kursu równowagi pod wpływem polityki kursowej, związanej z obecnością banku centralnego na rynku walutowym³⁰. Istotną cechą rynków finansowych w krajach rozwiniętych są dominujące, regresywne oczekiwania co do kształtowania się stabilnego poziomu kursu walutowego. Inwestorzy lokujący nadwyżki finansowe na tych rynkach, mają wewnętrzne przekonanie, że po niespodziewanej deprecjacji bieżącego kursu waluty krajowej, nastąpi jego aprecjacja, przywracająca kurs do poziomu równowagi. Podstawą tych oczekiwań są opinie inwestorów, wypracowane na podstawie obserwacji stabilnych cen i solidnej podbudowy makroekonomicznej, wykluczających utrzymywanie się w dłuższym okresie polityki inflacyjnej lub deflacyjnej. W krajach przechodzących transformację gospodarczą wysoka i zmienna stopa inflacji nie może stanowić punktu odniesienia dla stabilnego kursu walutowego i regresywnych oczekiwań kursowych³¹.

Wśród czynników instytucjonalnych i strukturalnych sprzyjających powstawaniu kryzysów walutowych, najczęściej wymienia się nie w pełni wiarygodny system bankowy. Wadliwie działający nadzór, podporządkowanie działalności banku centralnego decyzjom rządu, jak również brak systemu gwarantowania depozytów

²⁹ A. Sławiński, M. Dusza, op. cit., s. 6.

³⁰ A. Koronowski [1999], *Zarys nowego ujęcia kryzysów walutowych*, Ekonomista Nr 4, Wydawnictwo KEY TEXT, Warszawa, s. 474.

³¹ D. Gotz-Kozierkiewicz, op. cit., s. 125.

bankowych, decyduje o słałości systemu bankowego i jego podatności na ewentualne ataki. Kryzysy walutowe dotyczą głównie te kraje, w których banki charakteryzują się niskim udziałem kapitału własnego oraz łagodnymi procedurami sprawozdawczymi.

Ostatnia grupa czynników, związana z rozwojem rynków finansowych, zapewniającym większe możliwości omijania ograniczeń dewizowych oraz przeprowadzania transakcji spekulacyjnych, sprawia, iż szanse obrony przed ewentualnymi atakami maleją wraz ze wzrostem skali przeprowadzonych operacji.

IV. Czynniki determinujące decyzje inwestorów zagranicznych

Decyzje inwestycyjne nierezydentów podejmowane są w warunkach dużej złożoności otoczenia międzynarodowego. Zagraniczni inwestorzy biorą pod uwagę szereg ryzyk, które mogą towarzyszyć przeprowadzanym przez nich transakcjom. Oprócz popularnych czynników, determinujących obszar decyzyjny w ramach inwestycji krajowych, muszą oni kierować się dużo większą ostrożnością, wynikającą z następujących przesłanek³²:

- a) ryzyko polityczne jest większe i bardziej zróżnicowane,
- b) mogą wystąpić znaczne wahania kursów wymiany walutowej,
- c) wiele krajów stosuje ograniczenia w zakresie kapitału, wymiany walutowej oraz przepływu zysków,
- d) występują duże różnice warunków realizacji inwestycji pomiędzy krajem macierzystym a docelowym, w szczególności:
 - w systemie opodatkowania,
 - w systemie gospodarczym i warunkach ekonomicznych,
 - w stopie inflacji,
 - w stopie oprocentowania i stopie dyskontowej,
- e) występuje duża niepewność co do oszacowania wartości ratunkowej, czyli wartości majątku projektu po jego zakończeniu.

Wiele z wymienionych przesłanek jest elementem składowym decyzji podejmowanych przez inwestorów krótkoterminowych, lokujących nadwyżki kapitału na zagranicznych rynkach finansowych. Uwzględniają oni przede wszystkim:

- a) zakres i metody szacunków oczekiwanej stopy zwrotu,

³² G. Stonehouse i in. [2001], *Globalizacja: strategia i zarządzanie*, Felberg SJA, Warszawa, s. 237-8.

- b) sposób kształtowania się oczekiwań kursowych, w tym właściwą ocenę ryzyka kursowego,
- c) siłę motywu spekulacyjnego, a więc rozmiar ryzyka inwestycyjnego możliwego do zaakceptowania.

Inwestorzy zagraniczni podejmując decyzje o lokowaniu nadwyżek kapitału poza granicami swojego kraju, liczą się z towarzyszącym tej operacji ryzykiem krajów. W literaturze ekonomicznej pojęciem tym określa się pewien szczególny rodzaj ryzyka wywołany czynnikami zewnętrznymi, stanowiący niebezpieczeństwo nieosiągnięcia przez podmiot ekonomiczny, zgłaszający zapotrzebowanie na kapitał, wyznaczonego celu gospodarczego. Z punktu widzenia importera kapitału ryzyko krajów wywołane jest zatem makroekonomicznymi oraz politycznymi czynnikami wewnętrznymi, mającymi swoje źródło w kraju przyjmującym. Ryzyko krajów określa się często mianem strukturalnych, instytucjonalnych, politycznych i makroekonomicznych słabości kraju dłużniczego, związanych z działaniami rządu, które wywierają bezpośredni wpływ na zdolność oraz skłonność płatniczą danego kraju³³.

W ramach ryzyka krajów często wyodrębnia się ryzyka składowe: gospodarcze oraz polityczne. Mianem ryzyka gospodarczego określa się niebezpieczeństwo niewywiązywania się przez dłużnika ze zobowiązań wynikających z aktywności międzynarodowej, przybierającej formę inwestycji zagranicznych, handlu zagranicznego, działalności kredytowej, którego przyczyną tkwią w braku dostępnych rezerw dewizowych. Niewypłacalność związana jest z różnicą pomiędzy rozwojem potencjału gospodarczego a tempem wzrostu zadłużenia zagranicznego (*financial gap*). Ryzyko polityczne, w odróżnieniu od gospodarczego, wynika z uzasadnionego względami politycznymi braku woli do płacenia lub transferu środków. W praktyce rząd kraju importującego kapitał odmawia realizacji całości lub części zagranicznych zobowiązań, mimo wystarczających zasobów rezerw dewizowych. W sytuacji odmowy realizacji zagranicznych zobowiązań ze względów politycznych, nastąpić może: konfiskata majątku bez odszkodowania, wyłączenie z formą odszkodowania, operacyjne ograniczenie spowodowane zaostrzoną kontrolą produkcji i zatrudnienia, utrata wolności transferu dla towarów, osób i kapitału, załamanie ustaleń umowy lub jej

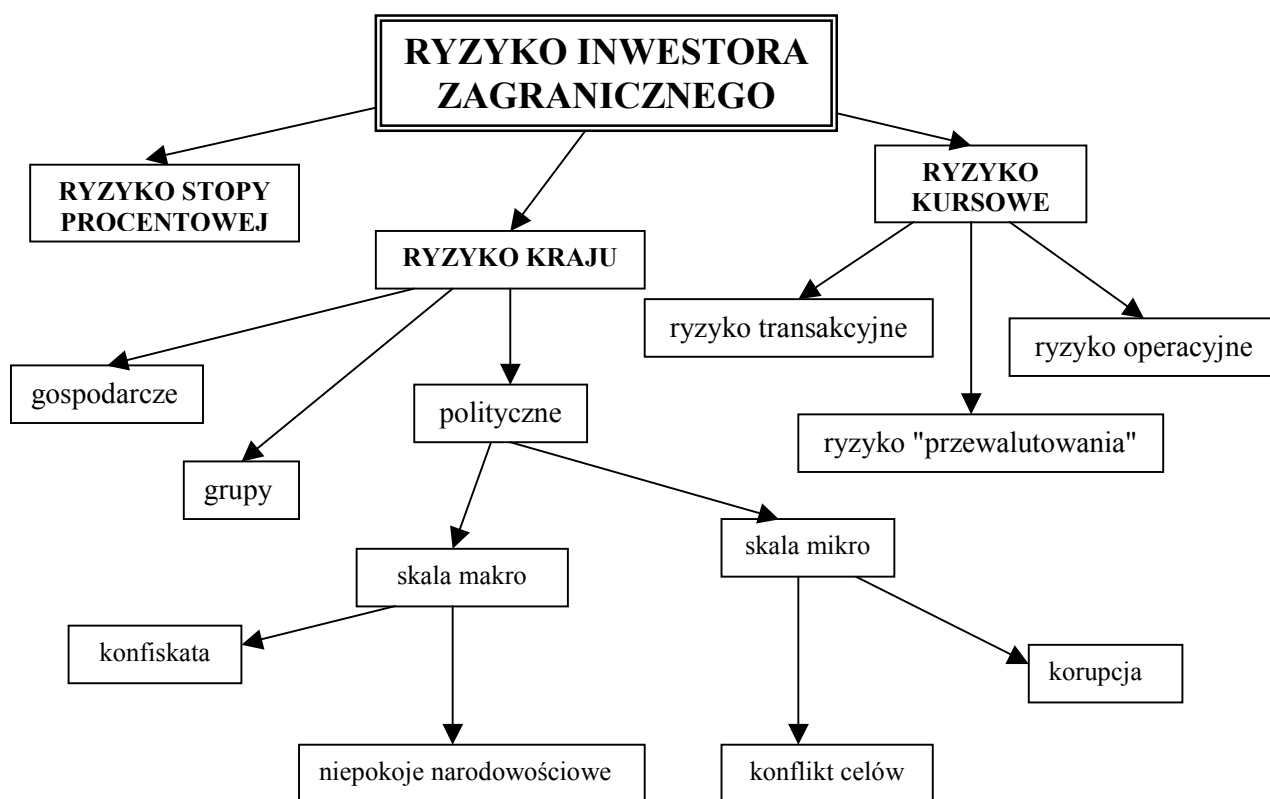
³³ R. Wszyński [2001], *Ryzyko krajów – szczególna odmiana ryzyka bankowego*, Bezpieczny Bank, nr 1-2, s. 90-91.

jednostronna rewizja, dyskryminacja podatkowa, zniszczenie własności przez niepokoje, rewolucje i wojny.

Decyzje inwestorów zdeterminowane bywają również oceną wiarygodności danego kraju, wystawianą przez międzynarodowe instytucje ratingowe. Jej pogorszenie wywołuje utratę zaufania inwestorów zagranicznych, powodując spadek zainteresowania dokonywaniem przez nich inwestycji bezpośrednich, jak również przyczynia się do ograniczenia możliwości zaciągania nowych kredytów lub pozyskiwania środków w drodze emisji obligacji na międzynarodowych rynkach finansowych.

Czynniki determinujące decyzje inwestorów zagranicznych zilustrowane zostały na schemacie 1.

SCHEMAT 1.
RYZIKO DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ NIEREZYDENTÓW



Źródło: opracowanie własne

W literaturze przedmiotu można spotkać się niekiedy z trzecim rodzajem ryzyka – ryzykiem grupy, związanym z niebezpieczeństwem, że kilka lub więcej krajów,

równocześnie lub w niewielkich odstępach czasu, stanie się niewypłacalna lub z pobudek politycznych zawiesi spłatę zobowiązania zagranicznego. Czynniki determinujące opinie inwestorów na temat ryzyka inwestowania na danym obszarze związane są bowiem nie tylko z sytuacją danego kraju, ale również z sytuacją zaistniałą w innych krajach zaliczanych do tej samej grupy ryzyka, położonych często w zupełnie innej części świata. Inwestorzy zagraniczni dokonują bowiem grupowania krajów ze względu na kryterium ryzyka towarzyszącego transakcjom rynku finansowego. Położenie geograficzne nie odgrywa tutaj żadnej roli i nie wpływa na zakwalifikowanie danego kraju do określonej grupy, chyba, że ma bezpośredni związek z bezpieczeństwem inwestowania. Pojawienie się ewentualnych problemów finansowych w jednym z krajów grupy, powoduje zwątpienie w bezpieczeństwo lokat na pozostałych rynkach.

V. Stopa procentowa jako determinanta decyzji inwestycyjnych nierezydentów

Stopy procentowe mają zasadniczy wpływ na decyzje inwestorów zagranicznych, dotyczące lokowania kapitału na rynkach finansowych określonych krajów. Zgodnie z teorią parytetu stopy procentowej, inwestorzy w swoich decyzjach kierują się różnicą między stopami przychodu z inwestycji w kraju i za granicą, skorygowaną o przewidywaną zmianę kursu walutowego, z uwzględnieniem ryzyka związanego z inwestycją zagraniczną. Klasyczna formuła parytetu stopy procentowej bez pokrycia ma następującą postać³⁴:

$$i^*(t) = i(t) - [E(t+1) - E(t)] / E(t) + \delta$$

gdzie $i^*(t)$, $i(t)$ oznaczają odpowiednio zagraniczną i krajową stopę procentową w czasie bieżącym t , $E(t)$ jest bieżącym kursem waluty obcej, $E(t+1)$ jest przewidywanym poziomem kursu w czasie odległym o jeden okres, a δ jest premią za ryzyko. Formuła ta może również zostać przedstawiona w postaci „z pokryciem”, wówczas zamiast kursu przewidywanego $E(t+1)$, uwzględniany jest kurs terminowy, co pozwala na całkowite wyeliminowanie czynnika ryzyka kursowego.

Zgodnie z formułą parytetu stopy procentowej kapitał zagraniczny napływa, jeśli krajowa stopa procentowa skorygowana stopą przewidywanej deprecjacji i premią za ryzyko jest większa niż stopa zagraniczna. Różnice w poziomie stóp procentowych

³⁴ D. Rosati, op. cit., s. 267.

w kraju i za granicą umożliwiają realizację transakcji arbitrażowych, przyciągających kapitał, określane niekiedy jako nomadyczny, czyli wędrujący w poszukiwaniu najwyższej stopy zwrotu. Dysparytet stóp procentowych decyduje o możliwościach realizacji zysku finansowego w kraju oferującym wyższe oprocentowanie.

Administracyjne cięcie stóp procentowych banku centralnego może obniżyć atrakcyjność inwestycyjną danego kraju i wywołać odpływ kapitału za granicę. Jest to z jednej strony zjawisko korzystne, bowiem powoduje deprecjację kursu waluty krajowej, poprawiając konkurencyjność rodzimej produkcji na rynkach zagranicznych, przyczyniając się tym samym do wzrostu zatrudnienia i PKB. Z drugiej jednak strony kapitał zagraniczny jest niezbędny w kraju dysponującym niskim poziomem oszczędności, finansującym wzrost gospodarczy długiem zagranicznym. Chociaż jest to zjawiskiem powszechnie potępianym, wiele państw rozwijających finansuje swoje deficyty budżetowe kapitałem zagranicznym. Jego gwałtowny odpływ mógłby się zatem przyczynić do zubożenia budżetów i utraty płynności rządu³⁵.

Warto zauważyć, że niższy poziom stóp procentowych za granicą generuje dodatkowy, strumień kapitału w postaci kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa krajowe za granicą.

Zmiany stóp procentowych mają wpływ na transgraniczny przepływ kapitału portfelowego oraz kredytowego, nie wywołują jednakże większych zmian w ruchach kapitału związanego z inwestycjami bezpośrednimi. Ten rodzaj kapitału kieruje się bowiem logiką ekonomiczną, poziomem kosztów pracy oraz wysokością podatków, a nie względami spekulacyjnymi³⁶. Inwestycje bezpośrednie zapewniają dostęp do zagranicznych surowców niezbędnych w procesie produkcji i ułatwiają zbyt wytworzonych towarów, bowiem w warunkach ostrej walki konkurencyjnej produkcja w kraju potencjalnego odbiorcy pozwala na szybsze reagowanie na zmieniające się upodobania klientów i dostosowywanie oferty rynkowej. Ważnym czynnikiem inwestycji bezpośrednich jest możliwość osiągnięcia korzyści ze zwiększania skali produkcji za pomocą podziału pracy w ramach przedsiębiorstw transnarodowych. Istotne znaczenie mają niższe koszty surowców, energii, a zwłaszcza siły roboczej, zatem szczególnie pracochłonne rodzaje produkcji są chętnie przenoszone do krajów rozwijających się, które są relatywnie tańsze³⁷.

³⁵ K. Rybiński [2002], *Rządzie rządź, Rado radź*, Gazeta Wyborcza, nr 6, s. 18

³⁶ J. Lewandowski, C. Rychlewski [2001], *Kapitał szansy*, Wprost, nr 43, s. 45.

³⁷ E. Kawecka-Wyrzykowska, *Międzynarodowy przepływ kapitału*, w: *Międzynarodowe przepływy gospodarcze. Nowe tendencje i próby regulacji*, op. cit., s. 127

VI. Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych – ewolucja poglądów w teorii ekonomii

Myśl ekonomiczna nie wykształciła dotychczas jednolitej teorii wyjaśniającej proces powstawania kryzysów. Próby określenia ich przyczyn zaowocowały stworzeniem kilku modeli, określających typowe sytuacje poprzedzające załamanie, analizujących sam przebieg zjawiska oraz podejmujących próbę określenia algorytmu zachowań inwestorów.

Jedna z bardziej znanych koncepcji, określana jako model „kanoniczny” lub „pierwszej generacji” stworzona została w połowie lat siedemdziesiątych przez S. Salanta oraz D. Hendersona, którzy zajmowali się zagadnieniem stabilizacji cen towarów na rynkach światowych. Podstawowe wnioski płynące ze stworzonego przez nich modelu wykorzystane zostały następnie przez Paula Krugmana do wyjaśnienia przyczyn i przebiegu kryzysów na rynku walutowym³⁸.

Model stworzony przez Salanta oraz Hendersona zakładał, iż ceny określonego surowca gwarantowane są przez rząd i ustalone na pewnym poziomie p . Surowiec przed wydobyciem go z ziemi nie daje zysku, nie wymaga również dodatkowych nakładów, zatem jego cena rynkowa musi rosnać w tempie równym realnej stopie procentowej r . Wzrost ceny rynkowej w tempie szybszym niż realna stopa r powoduje wzrost popytu na surowiec ze strony sektora prywatnego, gdyż jego posiadanie przynosi zyski wyższe od przeciętnych. Stopa wzrostu ceny rynkowej niższa od poziomu wyznaczonego przez stopę r przyczynia się natomiast do powstania nadwyżki podaży surowca, ponieważ jego posiadanie przynosi niższy dochód niż uzyskany z alternatywnych form lokaty kapitału, np. zakupu obligacji. Zatem w sytuacji, gdy rynkowa cena surowca kształtuje się poniżej ceny gwarantowanej, posiadacze towaru sprzedają cały zasób rządowi, ponieważ mogą zrealizować wyższą stopę zwrotu z innych form inwestycji.

Tendencja taka powoduje jednak, że zasoby surowca przechodzą w posiadanie rządu, który od tej pory samodzielnie zaspokaja popyt sektora prywatnego. Stopniowe wyprzedawanie surowca prowadzi do wyczerpania jego zasobów i załamania systemu sztywnej ceny³⁹. Atak spekulacyjny następuje w momencie, gdy cena gwarantowana przez rząd zrównuje się z ceną, która ukształtowałaby się na rynku w chwili t , gdyby

³⁸ P. Krugman [1979], *A Model of Balance of Payments Crisis*, *Journal of Money, Credit and Banking*, t. 11, s. 311-325.

³⁹ M. P. Dooley [1997], *A Model of Crises in Emerging Markets*, Working Paper 6300, National Bureau of Economic Research, Cambridge, s. 3.

w okresie $[0;t)$ cena utrzymywana była na sztywnym poziomie, a w chwili t została uwolniona. W momencie ataku spekulacyjnego uczestnicy rynku wykupują cały pozostały zapas surowca po cenie gwarantowanej przez rząd. Moment ten stanowi początek obowiązywania ceny wolnorynkowej, która utrzymuje się aż do całkowitego wyczerpania zapasów⁴⁰.

Przeprowadzenie ataku w okresie poprzedzającym moment zrównania cen, spowodowałoby ostry spadek ceny, na skutek przejęcia całego zasobu surowca przez prywatnych inwestorów. Negatywne skutki przedwczesnych działań powstrzymują uczestników rynku przed zbyt pochopnym wykupem surowca. Przeprowadzenie ataku spekulacyjnego w czasie późniejszym niż moment zrównania cen, spowodowałoby natomiast skokowąwyżkę ceny surowca.

Perspektywy zysków zachęcają uczestników rynku do podejmowania kroków mających na celu nabycie jak największej ilości surowca, zanim uczynią to inne podmioty. Podobną strategię stosują jednakże również pozostali inwestorzy, zatem faktyczny atak spekulacyjny następuje zanim rynkowe ceny przekroczą ceny gwarantowane przez rząd.

Analogiczny schemat zachowania inwestorów i władz, tym razem monetarnych, odnieść można do sytuacji na rynku walutowym kraju stosującego kurs sztywny. Ustalenie kursu na stałym poziomie zobowiązuje bank centralny do gotowości w zakresie ewentualnych interwencji, mających na celu obronę w oparciu o posiadane rezerwy walutowe. Model Krugmana zakłada, że wielkość kredytu krajowego kształtowana jest egzogenicznie, zatem jedynym narzędziem obrony kursu są rezerwy walutowe. Utrzymywanie kursu na sztywnym poziomie powoduje spadek wielkości rezerw, które przy założeniu stałej podaży pieniądza są zastępowane przez rosnący poziom kredytu krajowego.

Analogicznie do sytuacji na rynku surowców, załamanie kursu sztywnego następuje w wyniku ograniczonej wielkości rezerw, które mogą zostać uruchomione w celu jego obrony. Bank centralny, po upadku kursu sztywnego może, w wyniku dewaluacji, ustalić jego nowy, niższy poziom. Kurs wolnorynkowy odzwierciedla kurs, który ukształtowałby się przy danym poziomie kredytu krajowego, w sytuacji, gdyby wszystkie rezerwy dewizowe znalazły się w rękach inwestorów.

⁴⁰ D. Raus [2000], *Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 112, Warszawa, s. 9.

Analiza modelu Krugmana pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków:

- a) wiele kryzysów jest odzwierciedleniem braku spójności między krajową polityką makroekonomiczną a polityką kursową,
- b) pozornie żywiołowe procesy zachodzące na rynku walutowym mają swoją logikę, są bowiem wynikiem sytuacji, w której posiadanie danej waluty, w momencie zaprzestania stabilizowania jej ceny, przestaje być opłacalne, a sam moment jest przyspieszony przez spekulacyjną ucieczkę kapitału.

Słabością modelu jest założenie mechanicznego i pozbawionego racjonalności zachowania rządu i władz monetarnych. Dokonując interwencji na rynku walutowym, bank centralny zastępuje zagraniczny składnik podaży pieniądza, kredytem krajowym, przy czym część tego kredytu pochodzi z kreacji deficytu budżetowego. Zgodnie z koncepcją modelu kanonicznego, pierwotna przyczyna kryzysów walutowych tkwi zatem w błędnej polityce władz, które w obliczu braku dostępu do kapitałów finansują niebilansowane wydatki budżetowe kredytem w banku centralnym. Polityka taka jest możliwa do utrzymania tylko wówczas, gdy poziom rezerw dewizowych jest dostatecznie wysoki. W sytuacji zwątpienia w skuteczność dalszej obrony kursu waluty, w związku z drastycznym obniżeniem zasobów rezerw dewizowych, inwestorzy podejmują atak spekulacyjny.

Kryzys Europejskiego Systemu Walutowego podważył koncepcję modelu kanonicznego, dotknął bowiem krajów mających wolny dostęp do kapitału na rynkach finansowych. Dowiódł tym samym, że odpowiednie zasoby rezerw dewizowych nie stanowią dostatecznego zabezpieczenia przed presją rynku.

Przełom lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych zaowocował nowymi koncepcjami kryzysów walutowych, określanymi jako modele „drugiej generacji”. Prekursor nowej koncepcji, M. Obstfeld, podkreślał, iż w rzeczywistości działalność banków centralnych nie polega na automatycznym kreowaniu zasobów pustego pieniądza, a przeprowadzane przez nie interwencje wynikają z racjonalnych przesłanek⁴¹. Rząd i bank centralny prowadzą miękką politykę, lecz w razie istotnego zagrożenia mogą podjąć decyzję o jej zaostrzeniu.

Zgodnie z koncepcjami modeli drugiej generacji, uczestnicy rynków spodziewają się, że w przyszłości kurs może zostać zdewaluowany, ponieważ bank

⁴¹ Por. M. Obstfeld [1986], *Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises*, American Economic Interview, t. 76, s. 72-81.

centralny lub rząd uznają takie działanie za niezbędne z punktu widzenia obranego celu polityki gospodarczej. Władze krajowe mogą zdecydować się na odejście od systemu stałego kursu walutowego ze względu na rozmaite przesłanki, np.: walkę z bezrobociem (sztywność płac), dążenie do obniżenia wartości długu wewnętrznego denominowanego w walucie krajowej czy poprawą konkurencyjności eksportu krajowego.

Modele drugiej generacji uwzględniają również powody, dla których obrona kursu stałego może zostać uznana za celową. Kursy stałe postrzegane są bowiem często jako czynnik zapewniający stabilność handlu międzynarodowego oraz inwestycji, są gwarantem wiarygodności waluty i polityki monetarnej, wreszcie bywają niezbędnym wymogiem polityki integracyjnej. Zgodnie z założeniami modeli drugiej generacji dewaluacja kursu następuje wówczas, gdy korzyści z niej płynące, są większe niż osiągnięte z utrzymywania kotwicy walutowej. Oczekiwanie dewaluacji wywołać może atak spekulacyjny, a zbyt duże koszty obrony waluty spowodować mogą odejście od reżimu kursu stałego. Koszt obrony kursu walutowego rośnie wraz ze wzrostem oczekiwań podmiotów gospodarczych na upłynnienie kursu walutowego lub zwiększenie pasma dopuszczalnych wahań wokół parytetu, narastających na skutek zaistnienia jakiegoś niekorzystnego wydarzenia o znaczeniu makroekonomicznym, np. oczekiwanie na dewaluację zgłaszane przez związki zawodowe, liczące na polepszenie konkurencyjności zagranicznej lub przez podmioty zaciągające kredyty w walucie krajowej, spodziewające się realnego spadku zobowiązań⁴². Istotnym składnikiem kosztów utrzymania sztywnego kursu walutowego są ponadto krótkoterminowe stopy procentowe, których wysoki poziom jest niezbędny dla zapewnienia skuteczności działań, mających na celu obronę waluty. Wywołują one negatywne skutki w postaci pogorszenia płynności rządu, obniżenia zatrudnienia i spadku PKB. Podstawowa relacja między kosztami utrzymania sztywnego kursu walutowego a kosztami zmiany reżimu kursowego, wraz z upływem czasu, zmienia się w przewidywalny sposób na korzyść dewaluacji, a oczekiwania te mogą stać się powodem ataku spekulacyjnego⁴³.

Modele kryzysów walutowych drugiej generacji znalazły zastosowanie w odniesieniu do krajów prowadzących rozsądną politykę makroekonomiczną, dysponujących dużą ilością rezerw walutowych. Speculanci odnoszą sukces, gdy bank centralny, nie z powodu braku rezerw dewizowych, ale z uwagi na zbyt duże koszty

⁴² C. Wójcik, op. cit., s. 142.

⁴³ D. Raus, op. cit., s. 13.

obrony, godzi się ostatecznie na obniżenie kursu waluty krajowej do nowego poziomu równowagi. Osiąganie tego poziomu jest możliwe przy różnych alternatywnych kombinacjach kursu walutowego i stosowanej polityki gospodarczej, zapewniających równowagę bilansu płatniczego, rozumianą jako zdolność do utrzymywania rezerw dewizowych na stabilnym poziomie. Proponowany przez modele drugiej generacji układ polityki makroekonomicznej, przyjmujący założenie o dążeniu do upłynnienia waluty przed spadkiem jej kursu, sprawia, że utrzymanie stałego kursu walutowego staje się niemożliwe.

W literaturze opisującej modele kryzysów walutowych drugiej generacji podkreśla się dwa powiązane ze sobą elementy: koncepcję ataku spekulacyjnego jako samospełniającej się przepowiedni oraz założenie wielości możliwych stanów równowagi. Kryzysy walutowe często postrzegane są w kategoriach samospełniających się oczekiwań, „owczego pędu”, paniki czy też innego fenomenu psychologicznego. Modele z grupy kładącej nacisk na psychologiczne aspekty zachowań inwestorów, zakładają, iż powodem zawirowań na rynkach finansowych jest atmosfera panująca wśród uczestników rynku. Rozprzestrzenianie się pesymistycznych nastrojów powoduje, że właściwie nie ma możliwości zapobieżenia kryzysowi⁴⁴.

W obliczu braku dostępu do pełnej i wiarygodnej informacji, inwestorzy kierują się często intuicją bądź też naśladują zachowania innych podmiotów. Obserwują zatem pozostałych uczestników rynku, sądząc, że ich działania są wynikiem racjonalnych decyzji, podjętych na podstawie informacji, do których dostęp ma jedynie ograniczona liczba podmiotów. Wycofywanie się z rynku jednego z inwestorów, najczęściej znacznego i cieszącego się dużym autorytetem, stanowi sygnał dla pozostałych, że być może dysponuje on pewną poufną informacją, która skłania go do takiego zachowania. Mniej znaczący inwestorzy postępują tak jak potentaci rynku, bowiem nie stać ich na pozyskanie informacji i analizę sytuacji. Naśladują zatem tych, którzy są ich zdaniem najlepiej poinformowani.

„Instynkt stadny” jest zatem efektem pewnej asymetrii, przejawiającej się w nierównej szybkości dostępu do informacji oraz jej jakości, związanej z pozyskiwaniem danych z niewiarygodnych źródeł. Asymetria informacji ma ścisły związek z teorią efektywności rynków finansowych, która głosi, że rynki szybko i precyzyjnie dyskontują całą dostępną publicznie informację, napływającą do jego

⁴⁴ C. Wójcik, op. cit., s. 144.

uczestników. Może ona pochodzić zarówno ze sfery makroekonomicznej, jak też i z poziomu danego rynku lub jego segmentu (np. walutowego lub pieniężnego). Zgodnie z hipotezą rynku efektywnego, żaden rynek na świecie nie jest w pełni efektywny. Obowiązuje ponadto zasada mówiąca, że im mniej dany rynek jest efektywny, tym dłużej trwa dostosowywanie kursów odpowiednich instrumentów finansowych do pojawiających się na bieżąco informacji⁴⁵.

Stadne zachowania inwestorów wynikają z faktu, iż zaistniała sytuacja stawia ich przed koniecznością przyłączenia się do masowej wyprzedaży aktywów kraju zagrożonego kryzysem, w przeciwnym bowiem razie ryzykują duże straty, wynikające z utrzymywania papierów wartościowych tracących na wartości.

W literaturze tematu odnaleźć można dwa sposoby wyjaśnienia tego zjawiska; Oprócz tzw. efektu przyłączania się do grupy, wynikającego z przekonania, że inni inwestorzy dysponują pewnymi poufnymi informacjami, do których pozostali nie mają dostępu, przyczyn zachowań stadnych upatruje się również w skłonności menadżerów, zarządzających funduszami, do unikania strat w obawie przed niższym dochodem własnym. Rzadko kiedy są oni jednocześnie właścicielami funduszy, którymi zarządzają, a działając pod dużą presją, w warunkach narastającej konkurencji, są bardziej zainteresowani unikaniem wielkich strat niż osiągnięciem spektakularnych zysków na transakcjach wysoce ryzykownych. Często postępują oni wbrew własnym przekonaniom, przedkładając zachowania kolegów z branży, którzy perspektywy inwestowania w danym kraju oceniają raczej negatywnie, ponad posiadane informacje. Sytuacja taka związana jest z systemem ich wynagradzania, uzależniającym premię menadżerów od wysokości dochodów, jakie przynosiłyby portfele papierów wartościowych o określonej, przyjętej z góry strukturze. Portfelem odniesienia jest najczęściej portfel innej, podobnej instytucji, operującej na tych samych rynkach finansowych, zatem, aby nie osiągać wyników gorszych od innych należy postępować tak jak oni, niezależnie od tego czy podziela się ich percepcję rzeczywistości czy też nie⁴⁶.

Atmosfera panująca na rynku walutowym jest bardzo często wynikiem paniki wywołanej pojawieniem się złej i nieoczekiwanej wiadomości, która podważa zaufanie do waluty danego kraju oraz autorytet jego władz. Historia gospodarcza zna rozmaite

⁴⁵ J. Brzeszczyński [2001], *Kto wie lepiej, ten wygrywa*, Rzeczpospolita, nr 272 (6045) z dnia 21 listopada, s. B6

⁴⁶ W. Małecki, A. Sławiński, *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, w: W. Małecki, A. Sławiński, U. Żuławska, op. cit., s. 185.

przypadki, kiedy niefortunna informacja odpowiedzialna była za wywołanie paniki. Kryzys zaufania do waluty Meksyku w roku 1994 wywołany został przerażeniem inwestorów wiadomością o niezwykle skromnych zasobach rezerw walutowych (10 mld USD), dużo niższych od wartości bonów skarbowych, tzw. *Tesobonos*, przypadających wkrótce do wykupu. W Tajlandii wybuch kryzysu przyspieszony został wiadomością o sprzedaży znacznej części rezerw w transakcji terminowej. Bezpośrednim zapalnikiem kryzysów w pozostałych krajach Azji Południowo-Wschodniej były opublikowane w 1997 r. dane ujawniające zaskakujący wzrost skali krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego azjatyckich przedsiębiorstw. Próby zapobiegania tego rodzaju kryzysom, w warunkach efektywnie funkcjonujących rynków finansowych, kończą się niepowodzeniem. Działania spekulantów ulegają opóźnieniom jedynie na rynkach mniej rozwiniętych i słabiej z informatyzowanych. Jedyną możliwością sztucznego opóźniania paniki jest wprowadzanie dodatkowych mikroekonomicznych kosztów transakcyjnych.

Model kryzysu walutowego, stworzony przez S. Radeleta oraz J. Sachsa, przyczyn załamania finansowego poszukuje właśnie w nasileniu paniki inwestorów. W obliczu niepokojącego sygnału podejmują oni starania, aby jak najszybciej, wyprzedzając innych uczestników rynku, wycofać kapitał, zanim instytucje finansowe ulegną bankructwom. Model ten rozpatruje dwa alternatywne rodzaje inwestycji: zakup rocznych bonów skarbowych, dających pewny zwrot w wysokości $I+r$ lub realizację projektu zapewniającego rocznie wyższy zysk $I+h$ ($I+h > I+r$), ale za to o dłuższym, bo dwuletnim okresie trwania inwestycji. Dodatkowo, inwestorzy mają możliwość wycofania kapitału po jednym okresie, uzyskując wartość likwidacyjną projektu w wysokości v ($I+h > I+r > v$). Przy hipotetycznym założeniu braku kryzysu lub paniki w drugim okresie, większość inwestorów wybrałoby bardziej opłacalny projekt dwuletni. W rzeczywistości gospodarczej występuje jednak zagrożenie kryzysem, a inwestorzy mają zróżnicowane preferencje odnośnie konsumpcji, które często ujawniają się dopiero w drugim okresie. Instytucja finansowa, chcąc zapewnić sobie płynność musi przewidzieć, jaka część populacji będzie preferować konsumpcję w drugim okresie (tę część populacji oznaczono jako p , gdzie $p \in [0,1]$) i na tej podstawie dokonać alokacji zebranych środków w bony skarbowe, pozyskując dla tego rodzaju inwestorów zysk w wysokości $I+r$. Pozostała część depozytów lokowana jest natomiast w dwuletni projekt inwestycyjny, przynoszący po dwóch latach zysk w wysokości $(I+h)^2$.

W warunkach paniki wywołanej niekorzystnym sygnałem ze strony rynku, świata polityki itp., masowe wycofywanie kapitałów prowadzi do bankructwa instytucji finansowych, a w dalszej konsekwencji niewypłacalności rządu, bowiem instytucje te są przygotowane na wypłatę środków w wysokości $p*n*(1+r)+(1-p)*n*v$, nie są natomiast w stanie wypłacić łącznej sumy w wysokości $n*(1+r)$. Świadomi tego faktu inwestorzy próbują wycofać swoje kapitały w możliwie krótkim czasie, aby zdążyć przed innymi. W obliczu braku środków na zaspokojenie wszystkich roszczeń instytucja skazana jest na bankructwo, chyba, że uzyska wsparcie ze strony rządu lub organizacji międzynarodowej⁴⁷.

Wydaje się, że zaproponowany przez Radeleta i Sachsa model, jest stosunkowo płytki, bowiem przyczyn kryzysów poszukuje w kapryśkach inwestorów, ich irracjonalnym zachowaniu i błędach w percepcji. Prawdziwe jednakże jest stwierdzenie, że inwestorzy w niektórych przypadkach postępują w sposób irracjonalny, panikując w obliczu jakiegokolwiek, prawdziwego lub urojonego, negatywnego zdarzenia. Model ten może okazać się przydatny do wyjaśnienia końcowego etapu kryzysu, w którym występuje zjawisko mnogości punktów równowagi, zmieniających się na skutek zmiany nastrojów uczestników życia gospodarczego⁴⁸.

Kryzys stanowi „złą” równowagę i powstaje wówczas, gdy wśród inwestorów budzą się oczekiwania, że inni inwestorzy zaczną wkrótce skracać swoje pozycje na danym rynku. Chcąc zmniejszyć ryzyko poniesienia straty, pozostali uczestnicy rynku również sprzedają posiadane aktywa i kryzys rzeczywiście wybucha. Koncepcja modelu Radeleta i Sachsa rozwinięta została przez Changa i Velasco, którzy wykorzystali go dla opisu paniki w systemie bankowym.

Modele drugiej generacji nie wnoszą zasadniczo nowych elementów wyjaśniających przyczyny powstania kryzysów, jednakże ze względu na bogatszą strukturę, pozwalają na głębszą analizę bieżących zachowań inwestorów. Szczególnie istotne okazało się ich wzbogacenie o analizę oczekiwań uczestników systemu finansowego, dotyczących przyszłych zmian kursu walutowego, prowadzących do istotnego przyspieszenia w czasie zjawisk kryzysowych. Uwypuklają one rolę znaczących inwestorów, którzy dzięki swojej pozycji i wielkości obracanego kapitału,

⁴⁷ S. Radelet, J. Sachs, *The reset of the Asian Financial Crisis*, Harvard University, w: K. Rybiński [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Warszawa, op. cit., s. 25.

⁴⁸ M. Dąbrowski [1998], *Dyskusja*, s. 47, w: *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa.

mogą przeprowadzać skuteczne operacje spekulacyjne na dużą skalę i pociągnąć za sobą innych uczestników rynku.

W ostatnich latach wśród ekonomistów popularna stała się koncepcja kryzysu walutowego, wynikającego z błędów popełnionych na szczeblu mikroekonomicznym. Zaowocowała ona powstaniem eklektycznych modeli, zakładających, że przyczyny kryzysów wynikają nie tylko z niedoskonałości polityki makroekonomicznej czy niekorzystnych zbiegów okoliczności, prowokujących ataki spekulacyjne, ale również ze słabości strukturalnych, tkwiących wewnątrz gospodarki. Ujawniły się one w kiepskiej jakości zarządzania na szczeblu mikro, powodującej nadmierny wzrost zadłużenia zagranicznego i nieefektywną alokację kapitału. Badania empiryczne przeprowadzone po kryzysach walutowych, które nawiedziły Azję Południowo-Wschodnią potwierdziły, iż w latach dziewięćdziesiątych inwestycje tam rozpoczęte przynosiły przeciętnie niższą stopę zwrotu niż wynosił koszt pozyskania kapitału. Potęga tygrysów azjatyckich była zatem jedynie pozorna i kryła nie dostrzegane wcześniej słabości strukturalne.

Zjawiskiem odpowiedzialnym w pewnym stopniu za kryzysy walutowe, które dotknęły kraje azjatyckie jest tzw. pokusa nadużycia, wynikająca z występowania warunków umożliwiających podejmowanie nadmiernie wysokiego ryzyka. Pojęcie to wywodzi się z dziedziny ubezpieczeń i oznacza tendencję do zmiany zachowania osoby kupującej ubezpieczenie, powodującej zwiększenie roszczeń w stosunku do instytucji ubezpieczeniowej. Ubezpieczający, wykorzystując asymetrię informacji, podejmuje działania bardziej ryzykowne i lekkomyślne, niż gdyby funkcjonował w warunkach braku ubezpieczenia⁴⁹. Zjawisko pokusy nadużycia szczególnie ostro ujawniło się podczas kryzysu finansowego krajów azjatyckich, charakteryzujących się silnymi powiązaniem natury nieformalnej pomiędzy rządem a instytucjami finansowymi. Wykorzystując te układy banki komercyjne, funkcjonując bez nadzoru, często pod wpływem nacisków politycznych, realizowały niezwykle ryzykowne projekty inwestycyjne, liczyły bowiem, że w razie trudności finansowych otrzymają wsparcie ze strony rządu. Powiązania te sprawiały, że instytucje finansowe w oczach inwestorów zagranicznych, postrzegane były jako bezpieczne i pozbawione ryzyka, dzięki posiadaniu domniemanych gwarancji. Inwestorzy zagraniczni byli przekonani, że w razie trudności finansowych, wynikających z niemożności windykacji złych

⁴⁹ K. Rybiński, *Przyczyny i mechanizmy...*, op. cit., s. 22-23.

kredytów, rządy przyjdą im z pomocą⁵⁰. Występowanie nieformalnych gwarancji rządowych powodowało, że inwestorzy, mający do wyboru inwestycję mniej intratną, ale za to bezpieczną i dużo bardziej opłacalną, ale obarczoną pewną dozą ryzyka, wybierali tę wyżej oprocentowaną, bowiem liczyli, że w niesprzyjających okolicznościach rząd i tak uruchomi swoje gwarancje, pokrywając ewentualne straty.

Arytmetyczną ilustrację zjawiska stanowi tabela nr 1 zawierająca przykładowe wartości liczbowe alternatywnych projektów bezpiecznych i ryzykownych.

Tabela nr 1. „Pokusa nadużycia” i decyzje inwestycyjne

Wynik finansowy w mln USD	Inwestycja pewna	Inwestycja ryzykowna
Przychód w sytuacji sprzyjającej	107	120
Przychód w sytuacji niesprzyjającej	107	80
Oczekiwany przychód	107	100
Oczekiwany zysk (pokusa nadużycia)	7	10

Źródło: P. Krugman, *A model of balance of payments Crisis. Journal of Money, Credit and Banking*, za: K. Rybiński, *Przyczyny i mechanizmy...*, op. cit., s. 24.

Ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w takich okolicznościach było bardzo wysokie, bowiem większość ryzykownych projektów inwestycyjnych miała swoje źródło finansowania w kapitale zagranicznym. W sytuacji, gdy realizacja przedsięwzięć przynosiła straty finansowe, dług w walutach obcych musiał być zwrócony ze źródeł innych niż zysk, najczęściej poprzez zaangażowanie środków rządowych, co przy dużej skali zjawiska dawało początek kryzysowi.

W dotychczasowym dorobku badań nad przyczynami kryzysów walutowych na uwagę zasługuje również mechanizm selekcji negatywnej, dostrzeżony przez F. Mishkina. W kontekście pożyczek bankowych oznacza on, iż w sytuacji wysokich realnych stóp procentowych, o kredyty ubiegają się jedynie te firmy, które planują realizację wysoce ryzykownych projektów inwestycyjnych, obarczonych dużym prawdopodobieństwem bankructwa⁵¹. Wraz ze wzrostem ceny pieniądza wyrażonej przez stopy procentowe, powinna rosnąć podaż kredytów, których banki gotowe są udzielać. Jednakże, w wyniku działania selekcji negatywnej banki nie są skłonne pożyczać, obawiając się o powodzenie potencjalnych inwestycji. Postępując zgodnie z tym mechanizmem, odrzucają nie tylko faktycznie złe projekty, ale również te całkiem

⁵⁰ B. Liberska [1999], *Kryzysy finansowe*, s. 217, w: *Bilans płatniczy Polski. Wyzwania i zagrożenia*, pod red. U. Płowiec i W. M. Orłowskiego, PTE, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa.

⁵¹ F. S. Mishkin [1994], *Preventing Financial Crises: an International Perspective*, Working Paper No 636, National Bureau of Economic Research, Cambridge, s. 10.

dobrze, które trudno obiektywnie ocenić. Nieoczekiwany wzrost stóp procentowych powoduje pogorszenie bilansu banku, bowiem wartość aktywów, charakteryzujących się zwykle dłuższym średnim okresem trwania, ulega obniżeniu, przekraczającemu wielkość odpowiadającą obniżeniu wartości pasywów. Sytuacja taka nasila awersję banków do udzielania dalszych kredytów w obawie przed finansowaniem projektów ryzykownych⁵².

Niezależnie od modelu kryzysu walutowego, można wysunąć tezę, że międzynarodowe przepływy kapitału odgrywają kluczową rolę w okresie poprzedzającym kryzys oraz w trakcie jego przebiegu. Niespójna, wadliwie prowadzona polityka makroekonomiczna, w warunkach otwarcia gospodarki na strumienie swobodnie przepływających kapitałów obcych, sprzyja przyspieszeniu załamania finansowego. Liberalizowanie obrotów kapitałowych i wzbogacanie rynków finansowych o nowe technologie obniżające koszty transakcyjne, przy innych czynnikach niezmiennych, przyczynia się do istotnego zwiększenia prawdopodobieństwa kryzysu walutowego. Można pokusić się jednak o stwierdzenie, że za kryzysy walutowe odpowiadają błędne decyzje ludzi, a nie proces światowej liberalizacji przepływów kapitałowych. Rynek nagradza bowiem wzrostem gospodarczym kraje stosujące właściwą politykę, bezlitośnie zaś karze tych, którzy popełniają błędy⁵³. Inwestorzy zagraniczni, dostrzegając problemy makroekonomiczne danego kraju, przewidując rychłe trudności z zachowaniem jego płynności finansowej, decydują się na przeniesienie kapitału w inny region świata, doprowadzając do załamania bilansu płatniczego. Niekiedy, widząc znaczne osłabienie gospodarki, przejawiające się obniżeniem poziomu rezerw dewizowych oraz ograniczeniem możliwości zaciągnięcia międzynarodowych kredytów, decydują się na przeprowadzenie ataku spekulacyjnego. Mając świadomość, że interwencje banku centralnego nie zdołają obronić kursu walutowego, oczekują na realizację wysokich zysków.

VII. Znaczenie mechanizmu kursowego dla stabilizowania ujemnych skutków przepływów kapitału zagranicznego

Strumień kapitału zagranicznego, kierowany na krajowy rynek walutowy, niesie ze sobą szereg implikacji dla poziomu kursu walutowego, zarówno nominalnego jak

⁵² K. Rybiński, *Przyczyny i mechanizmy...*, op. cit., s. 33.

⁵³ W. M. Orłowski, op. cit., s. 8.

i realnego oraz szeregu innych wskaźników ekonomicznych. Oddziaływanie kapitału zagranicznego jest uzależnione od rodzaju mechanizmu kursowego obowiązującego w danej gospodarce. Odmienne skutki przepływów kapitału dla poziomu kursu walutowego zaobserwować można w systemie kursu sztywnego, inne efekty przynosi natomiast system płynnego kursu walutowego.

Rynek walutowy jest miejscem wymiany jednej waluty na inną, przy czym popyt i podaż walut obcych może pochodzić z trzech źródeł, wyrażonych częściowymi saldami bilansu płatniczego: saldem transakcji bieżących, saldem transakcji kapitałowych oraz zmianą stanu rezerw walutowych⁵⁴. Kapitał zagraniczny, napływający na rynek walutowy, kreuje dodatkowy popyt na walutę krajową danej gospodarki, wywołując tendencję do nominalnej aprecjacji jej kursu. Wzrost zainteresowania walutą krajową wynika z transakcji wymiany walut obcych na walutę krajową przeprowadzanych przez inwestorów zagranicznych w celu dokonania zakupu krajowych papierów wartościowych lub lokat bankowych. Zgodnie z podstawowym prawem ekonomii wzrost popytu na daną walutę powoduje wzrost jej ceny, przy założeniu *ceteris paribus*. O poziomie cen waluty krajowej decydują jednak nie tylko zmiany popytu i podaży, ale również rodzaj obowiązującego mechanizmu kursowego.

System stałego kursu walutowego opiera się na określonej z góry relacji wymiennej waluty krajowej do walut obcych, która może, lecz nie musi, odpowiadać jej cenie rynkowej. Sztywny parytet walutowy, lub też określenie kursu w pewnym dopuszczalnym przedziale wahań, wymaga niekiedy obrony jego poziomu ze strony banku centralnego, dokonywanej dzięki interwencjom walutowym lub też zmianom poziomu stóp procentowych. Zadaniem banku centralnego jest wówczas stworzenie przeciwwagi dla nadwyżki podaży waluty krajowej lub też nadmiernego popytu zgłaszanego przez uczestników rynku walutowego. Polityka pieniężna podporządkowana jest wówczas kursowi walutowemu traktowanemu jako cel, któremu, w razie konfliktu, ustąpić muszą cele wewnątrzgospodarcze np. zapewnienie stabilności cen⁵⁵. Aktywna polityka pieniężna jest tym skuteczniejsza, im szerszy jest przedział dopuszczalnych wahań kursu walutowego. W warunkach doskonałej mobilności kapitału całkowicie sztywny kurs walutowy nie pozostawia żadnej autonomii polityce

⁵⁴ A. Koronowski [1999], *Zarys nowego ujęcia kryzysów walutowych*, Ekonomista, nr 4, Wydawnictwo KEY TEXT, Warszawa, s. 472.

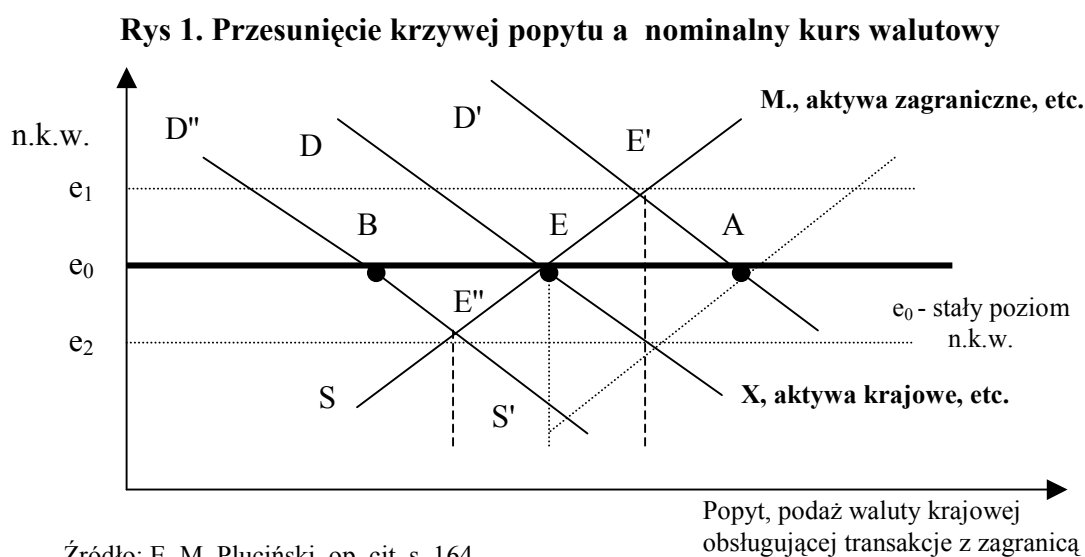
⁵⁵ D. Duwendag i in. [1995], *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa, s. 257.

monetarnej. Aktywna polityka pieniężna może przynieść pewne pozytywne efekty jedynie wówczas, gdy dopuszczalne są odchylenia w pewnym ściśle określonym przedziale wahań. Obniżka krajowej stopy procentowej wywołuje wówczas odpływ kapitału z danego kraju, oddziałujący w kierunku wzrostu krajowej stopy procentowej, ale jednocześnie przyczynia się do deprecjacji waluty krajowej, hamującej ten odpływ. Ekspansywna polityka pieniężna może zatem okazać się efektywna, choć rezultaty są skromniejsze od zakładanych⁵⁶.

W systemie stałego kursu walutowego wzrost popytu na walutę krajową, wywołany napływem kapitału zagranicznego, powoduje wzrost rynkowej ceny waluty krajowej, nie zmieniając jednakże poziomu jej kursu nominalnego, który w tej sytuacji okazuje się kursem podwartościowym ($e_0 < e_1$). W przypadku obniżenia popytu na walutę krajową wywołanego spadkiem napływu kapitału zagranicznego lub jego ucieczką, rynkowa cena waluty spada poniżej poziomu wyznaczonego przez władze monetarne, rezultatem czego kurs walutowy jest kursem nadwartościowym ($e_0 > e_2$).

Zmiany w strumieniach kapitału spekulacyjnego powodują przesuwanie krzywej popytu na rynku walutowym. Przyływ kapitału powoduje przesunięcie popytu do położenia D', natomiast odpływ do D". Wzmożony napływ kapitału spekulacyjnego oznacza presję na wzrost poziomu nominalnego kursu walutowego, natomiast odpływ oddziałuje w kierunku jego spadku.

Mechanizm przesuwania się krzywej popytu w systemie stałego kursu walutowego przedstawiony został na rys. 1.



Źródło: E. M. Pluciński, op. cit. s. 164.

⁵⁶ D. Gotz-Kozierkiewicz, W. Małecki [1994], *Współzależność polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego*, Instytut Finansów, Warszawa, s. 7.

W systemie kursu stałego banki centralne są zobligowane do podjęcia działań mających na celu obronę ustalonego administracyjnie kursu sztywnego. W tym celu podejmowane są działania interwencyjne, polegające na generowaniu dodatkowego popytu na walutę krajową, względnie oferowaniu jej dodatkowej podaży. Operacje te są możliwe dzięki uruchomieniu rezerw dewizowych, na które składają się płynne aktywa zagraniczne pozostające w dyspozycji władzy monetarnej, a więc złoto monetarne, SDR-y, pozycja rezerwowa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym oraz aktywa walutowe obejmujące gotówkę, lokaty bankowe, rządowe papiery wartościowe, weksle i obligacje, instrumenty rynku pieniężnego, pochodne instrumenty finansowe, udziałowe papiery wartościowe i inne należności. Banki centralne mogą skorzystać ponadto ze środków uzyskanych w ramach kredytów zaciągniętych w bankach komercyjnych lub innych bankach centralnych⁵⁷. Należy jednakże zauważyć, że kraje grupy *emerging markets* mogą mieć znaczne trudności z otrzymaniem środków walutowych, umożliwiających uzupełnienie rezerw. Niższa wiarygodność kredytowa tych krajów sprawia, że koszt pozyskania dodatkowych środków jest dużo wyższy niż w przypadku realizacji zapotrzebowania zgłaszanego przez kraje rozwinięte.

Jeżeli, w wyniku zwiększonego popytu na walutę krajową, wywołanego napływem kapitału z zagranicy, cena rynkowa waluty okaże się wyższa od kursu nominalnego, wówczas działania banku centralnego będą musiały skupić się na zaoferowaniu dodatkowej podaży waluty krajowej, która pozwoliłaby na zaspokojenie zwiększonego popytu zagranicy i przywrócenie kursu równowagi na rynku walutowym do poziomu kursu sztywnego. W tym celu władze monetarne dokonują interwencyjnych skupów walut obcych, zwiększając tym samym podaż pieniądza krajowego dostępnego na rynku walutowym. Zwiększony popyt na rynku walutowym zostaje zrównoważony przez zwiększoną podaż, co graficznie ilustruje przesunięcie krzywej S do położenia S₁.

Środkiem płatniczym w rozliczeniach międzybankowych są środki tworzące płynne rezerwy banków komercyjnych, zatem występuje ścisły związek pomiędzy interwencjami banku centralnego na rynku walutowym a sytuacją na międzybankowym rynku pieniężnym. Transakcje skupu walut obcych za walutę krajową wywołują wzrost ilości płynnych rezerw w systemie bankowym, ponieważ bank centralny płaci bankom komercyjnym za kupowane od nich dewizy, powiększając wielkość środków na ich

⁵⁷ W. Grabowski, op. cit., s. 54.

rachunkach bieżących. Wzrost ilości płynnych rezerw w systemie bankowym wywołuje presję na spadek krótkoterminowych stóp procentowych, oznacza bowiem zwiększenie podaży pożyczek na międzybankowym rynku pieniężnym. Spadek stopy procentowej dodatkowo osłabia cenę waluty krajowej, generując odpływ kapitału krótkoterminowego⁵⁸.

Banki centralne interweniują w celu utrzymania stałego kursu waluty, przy czym interwencjom tym mogą towarzyszyć działania sterylizacyjne, zmierzające do równoważenia pieniężnego efektu napływu zagranicznych aktywów finansowych, polegające na absorpcji nadwyżki waluty krajowej. Sterylizację można uznać za skuteczną, jeśli władzom monetarnym uda się ograniczyć krajową bazę monetarną. Jedną z metod sterylizacji napływu kapitału zagranicznego są operacje otwartego rynku, polegające na warunkowej lub bezwarunkowej sprzedaży papierów wartościowych, emitowanych przez bank centralny (bonów pieniężnych) lub znajdujących się w jego portfelu (bonów skarbowych, obligacji). Równoważenie pieniężnego efektu napływu kapitału zagranicznego jest trudne do wykonania w praktyce, ze względu na ograniczoną podaż papierów wartościowych, znajdujących się w portfelu banku centralnego oraz ich ocenę przez uczestników rynku pod kątem substytucyjności preferowanych przez inwestorów zagranicznych akcji oraz obligacji⁵⁹. Powodzenie operacji otwartego rynku jest uzależnione od zainteresowania oferowanymi przez bank centralny papierami wartościowymi (im bardziej atrakcyjna oferta, tym większe koszty po stronie banku centralnego).

Niekiedy można spotkać się z sytuacją, w której brak zainteresowania lub jego zbyt mały wymiar, uniemożliwia pozyskanie środków tą drogą i bank centralny staje przed koniecznością emisji pustego pieniądza. Wywołuje to oczywisty wzrost podaży pieniądza w obiegu, który z uwagi na pojawiające się impulsy inflacyjne, powoduje wzrost cen oraz stóp procentowych, które zmniejszając popyt inwestycyjny oddziałują w kierunku spadku tempa produkcji. Polityka sterylizacyjna okazuje się mało skuteczną w obliczu znacznego napływu kapitału, bowiem zwiększona podaż papierów wartościowych wywołuje wzrost krajowych stóp procentowych, który nie tylko przyciąga dodatkowo kapitał zagraniczny, ale również pogarsza sytuację podmiotów

⁵⁸ A. Sławiński, J. Osiński [1995], *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa, s. 58.

⁵⁹ J. Tober [1998], *Międzynarodowe przepływy kapitału a kryzysy finansowe (Wnioski dla Polski)*, Bezpieczny Bank, nr 4 (5), Warszawa, s. 48.

gospodarczych, dla których wyższe stopy oznaczają wzrost kosztów finansowania projektów inwestycyjnych.

Należy podkreślić, że polityka sterylizacyjna jest niezwykle kosztowana, bowiem bank centralny, chcąc ulokować na rynku dodatkową ilość papierów wartościowych, musi zaoferować odpowiednio wyższe odsetki. Długotrwałe interwencje na rynku walutowym doprowadzić mogą do całkowitego wyczerpania zapasów rezerw dewizowych banku centralnego oraz znacznego uszczuplenia jego zysku, ponieważ koszt pozyskania od banków komercyjnych dodatkowej ilości waluty krajowej przekracza dochody z lokaty dewiz odkupionych na rynku walutowym⁶⁰.

Gwałtowny odpływ kapitału zagranicznego powoduje silną presję na spadek ceny waluty krajowej, zmuszając bank centralny do podjęcia działań interwencyjnych w celu jej obrony, pozwalających na zrównanie rynkowej ceny waluty z nadwartościowym kursem centralnym. Interwencje te mogą być przeprowadzane dzięki uruchomieniu zasobów rezerw dewizowych, wchodzących w skład aktywów zagranicznych danego kraju bądź też poprzez sterowanie poziomem stóp procentowych, stanowiących podstawowy instrument polityki pieniężnej.

Ucieczka kapitału za granicę, w warunkach niedoboru oszczędności krajowych, powoduje wzrost kosztów pozyskania pieniądza, który znajduje odzwierciedlenie w podwyższeniu stóp procentowych, stanowiących cenę nabycia kapitału. Podnosząc stopy procentowe bank centralny zwiększa koszty zajmowania pozycji spekulacyjnych, co istotnie hamuje poczynania inwestorów, dążących do osiągnięcia zysku w krótkim okresie czasu. Podejmując decyzję o podniesieniu ceny pieniądza władze monetarne muszą jednak liczyć się również z ujemnymi konsekwencjami takiego kroku w postaci zwiększenia kosztów finansowania działalności gospodarczej, czego następstwem jest spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia kosztów finansowania rządu poprzez wzrost kosztów obsługi zadłużenia skarbowego.

Bank centralny w obliczu odpływu kapitału za granicę podejmuje działania mające na celu zachowanie równowagi na poziomie stałego kursu walutowego (e_0). Dąży więc do zastąpienia zmniejszonego popytu zagranicy na walutę krajową poprzez jej interwencyjne zakupy na rynku *spot* lub *forward*, sprzedając w tym celu rezerwy dewizowe. Transakcje sprzedaży walut obcych za walutę krajową powodują spadek ilości płynnych rezerw w systemie bankowym, ponieważ banki komercyjne płacą za

⁶⁰ D. Rosati, op. cit., s. 271.

kupowane dewizy środkami znajdującymi się na ich rachunkach bieżących utrzymywanych w banku centralnym. Spadek ilości płynnych rezerw powoduje presję na wzrost krótkoterminowych stóp procentowych, ponieważ oznacza zmniejszenie dostępności pożyczek na międzybankowym rynku pieniężnym. Wzrost stopy procentowej przyciąga dalszy napływ kapitału zagranicznego, zachęconego perspektywą wyższych zysków, a poprzez wzrost popytu na walutę krajową wywiera presję na wzrost jej ceny rynkowej⁶¹. Jeżeli operacjom tym towarzyszy sterylizacja odpływu w postaci transakcji odkupu papierów wartościowych, to wycofana z obiegu waluta krajowa (na skutek interwencyjnego skupu na rynku walutowym) powraca na rynek towarowo-pieniężny, nie dopuszczając do zmian podaży pieniądza⁶².

Reasumując konsekwencje obecności kapitału zagranicznego na rynku walutowym w systemie kursu stałego, można stwierdzić, iż w sytuacji kursu podwartościowego powstaje nadwyżka w bilansie płatniczym, skutkująca zwiększeniem rezerw dewizowych oraz możliwym wzrostem podaży pieniądza na rynku towarowo-pieniężnym. Konsekwencją kursu nadwartościowego jest natomiast deficyt w bilansie płatniczym, obniżenie poziomu rezerw dewizowych oraz możliwy spadek podaży pieniądza⁶³. Zmiany ilości pieniądza mają miejsce wówczas, gdy bank centralny nie podejmuje działań mających na celu sterylizację pieniężnego efektu napływu lub odpływu kapitału.

Długotrwałe utrzymywanie się kursu na poziomie podwartościowym może okazać się niebezpieczne dla gospodarki, gdyż przy rosnących rezerwach dewizowych wzmacniają się tendencje inflacji popytowej. W takiej sytuacji ratunkiem okazuje się rewaluacja, czyli podjęcie przez bank centralny decyzji o podniesieniu poziomu kursu stałego, aby zmniejszyć dystans dzielący go od ceny rynkowej. W sytuacji odwrotnej, w warunkach permanentnie utrzymującego się kursu nadwartościowego, bank centralny, obawiając się całkowitej utraty rezerw dewizowych, decyduje się na przeprowadzenie dewaluacji, w celu ożywienia popytu globalnego i produkcji. Analiza zmian stanu rezerw dewizowych utrzymywanych przez bank centralny, wyjaśnia przyczyny operacji wyrównawczych w systemie stałego kursu walutowego. Nadwyżka w bilansie płatniczym pojawiająca się w warunkach kursu podwartościowego, odzwierciedla jednocześnie napływ netto środków pieniężnych

⁶¹ A. Sławiński, J. Osiński, op. cit., s. 58.

⁶² E. M. Pluciński [1998], *Makroekonomia gospodarki otwartej. Wybrane zagadnienia teoretyczno-empiryczne z perspektywy integracji polskiej gospodarki z rynkiem Unii Europejskiej*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa, s. 163.

⁶³ Ibidem, s. 162.

do danego kraju. Deficyt w bilansie płatniczym wytworzony w warunkach kursu nadwartościowego, oznacza odpływ netto środków pieniężnych z kraju. Dodatkowo saldo bilansu płatniczego może zrodzić impuls inflacyjny, ujemne zaś deflacyjny, co w obu przypadkach jest niekorzystne dla racjonalnych wyborów i efektywnej alokacji czynników wytwórczych⁶⁴.

Niebezpieczeństwo wynikające ze stosowania stałych kursów walutowych jest szczególnie wysokie w warunkach zliberalizowanych obrotów kapitałowych. Polityka monetarna jest wówczas podporządkowana wymogom stabilizowania kursu przez interwencyjne operacje kupna i sprzedaży dewiz na rynku walutowym, w wyniku czego ilość pieniądza w obiegu wyznaczana jest w znacznej części przez czynniki egzogeniczne⁶⁵. Stosowanie stałego kursu walutowego sprzyja ponadto narastaniu zjawiska określanego mianem iluzji stałego kursu walutowego, związanego ze zbyt dużym zaufaniem podmiotów gospodarczych do możliwości jego utrzymania przez władze monetarne w dłuższym okresie. Skłania to przedsiębiorstwa do ulegania pokusie podejmowania działań spekulacyjnych, polegających m. in. na zaciąganiu kredytów zagranicznych bez zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym⁶⁶.

W systemie kursu płynnego, zmieniającego się bez żadnych ograniczeń, pod wpływem sił popytu i podaży, dostosowania następują automatycznie, bez udziału władz monetarnych. Wzmożony napływ kapitału zagranicznego powoduje wzrost popytu na walutę krajową, a w konsekwencji wzrost jej kursu nominalnego. Odpływ kapitału zagranicznego lub obniżenie wielkości jego napływu wywołuje spadek popytu na walutę krajową, rezultatem czego jest obniżenie jej kursu nominalnego.

Kurs płynny w czystej postaci właściwie nie występuje, gdyż w sytuacji zagrożenia stabilności kursu walutowego, mogącego wywołać negatywne skutki dla gospodarki, banki centralne decydują się na interwencje na rynku walutowym. Pomagają one w stabilizowaniu nominalnego kursu walutowego przeciwdziałającemu negatywnym skutkom wahań kursowych, będących dla gospodarki źródłem dodatkowych wstrząsów. W skrajnych przypadkach zatem władze monetarne uruchamiają rezerwy walutowe w celu przeciwdziałania dalszej deprecjacji waluty krajowej, doprowadzając tym samym do obniżenia zasobów aktywów zagranicznych.

⁶⁴ Ibidem, s. 166.

⁶⁵ C. Wójcik, op. cit., s. 152.

⁶⁶ A. Sławiński, *Kryzysy walutowe a kierunki...*, op. cit., s. 95

Znaczenie rezerw walutowych w systemie kursu płynnego jest zatem porównywalne z rolą pełnioną przez nie w warunkach kursu stałego. Podkreślić należy ponadto, że dopiero w systemie kursu płynnego bank centralny ma możliwość świadomego kształtowania ich poziomu.

Chociaż w literaturze ekonomicznej dominuje pogląd, że system płynnego kursu walutowego obniża podatność na kryzys, doświadczenia krajów dotkniętych załamaniem finansowym pomimo wcześniejszego upłynnienia kursów, nakazują go nieco zweryfikować⁶⁷. Otwarcie gospodarki na przepływy kapitału zagranicznego, niezależnie od stosowanego mechanizmu kursowego, wymaga zgromadzenia odpowiednich zasobów rezerw dewizowych, które mogą zostać uruchomione w razie grożącego niebezpieczeństwa. Inwestorzy czerpiący zyski z działań spekulacyjnych, mając świadomość, iż bank centralny znajduje się w posiadaniu aktywów zagranicznych, zapewniających w razie potrzeby skuteczną interwencję, są bardziej ostrożni w podejmowaniu ataku na walutę.

Postępująca globalizacja rynków finansowych powoduje jednakże, że podmioty uczestniczące w transakcjach, dysponują nierzadko funduszami kilkakrotnie przekraczającymi poziom rezerw wielu banków centralnych świata, zatem w obliczu ataku spekulacyjnego władze monetarne pozostają często bezsilne. Podmiotami zdolnymi do generowania szczególnie dużych strumieni kapitału są fundusze hedgingowe, kierujące się niemal wyłącznie krótkoterminowymi względami arbitrażowo-spekulacyjnymi. Stanowią one grupę agresywnych inwestorów instrumentalnych stosujących wielokrotne lewarowanie swoich pozycji inwestycyjnych przy wykorzystaniu kredytów udzielanych im przez banki komercyjne. Skala operacji przez nie podejmowanych powoduje, że często uzyskują wyjątkowo dogodne warunki kredytowe ze strony banków, dostarczając rynkom finansowym dodatkowej płynności⁶⁸.

Zgodnie z wynikami badań przeprowadzonych przez Z. Darvasa oraz G. Szaparego na podstawie doświadczeń Czech, Grecji, Izraela, Polski oraz Węgier, brak jednoznacznych dowodów, że system kursu walutowego w krajach z grupy rynków wschodzących odgrywa decydującą rolę dla intensywności skutków przenoszenia globalnych kryzysów walutowych⁶⁹. Warto wspomnieć, że istnieje wiele rozmaitych

⁶⁷ W. Grabowski, s. 72.

⁶⁸ Ibidem, s. 57.

⁶⁹ Z. Darvas, G. Szapary, *Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime really matter?*, maszynopis, s. 15, za D. Gotz-Kozierkiewicz, *Globalizacja...*, op. cit., s. 126.

form niedoskonałości rynków finansowych, należących do grupy czynników niezależnych od obowiązującego reżimu kursowego, a mogących doprowadzić do znacznej i gwałtownej deprecjacji. Rynki są dotknięte cechą niedoskonałości, jeśli kurs terminowy nie jest estymatorem kursu przyszłego, obciążonym prawidłowo oszacowanym, ważonym prawdopodobieństwem odchylenia kursu przyszłego od oczekiwanego, a więc ryzykiem walutowym. Niedoskonałość rynku powoduje, iż jego uczestnicy, na skutek braku dostępu do informacji, nieumiejętności dokonania właściwej oceny jej znaczenia lub w wyniku zakłóceń, zaburzających funkcjonowanie rynków, nie potrafią prawidłowo oszacować różnicy pomiędzy kursem bieżącym i oczekiwanym⁷⁰. Błędna ocena sytuacji płatniczej powoduje nadmierny optymizm wśród krajowych uczestników rynku, którzy zwiększając zadłużenie zagraniczne, generują zbyt wysoki napływ kapitału obcego.

VIII. Problem optymalizacji poziomu rezerw dewizowych

Właściwe dostosowanie poziomu rezerw dewizowych jest niezwykle trudnym zadaniem ze względu na konieczność osiągnięcia wzajemnie sprzecznych celów. Optymalny poziom rezerw walutowych gwarantuje płynność w warunkach deficytu bilansu płatniczego, wywołanego wahaniami sezonowymi lub cyklicznymi, klęskami żywiołowymi czy nieurodzaju, a także zjawiskami o charakterze strukturalnym. Motywem utrzymywania rezerw walutowych jest ponadto chęć zagwarantowania płynności w sytuacjach kryzysowych oraz podniesienie prestiżu kraju. Najważniejszym celem, z punktu widzenia otwarcia gospodarki na przepływy kapitału, jest jednakże utrzymanie lub zwiększenie zaufania do zewnętrznej pozycji finansowej kraju, zapobiegające gwałtownym odpływom kapitału.

Określone w ten sposób motywy utrzymywania rezerw walutowych pozwalają na sformułowanie wniosku, że im wyższy poziom aktywów zagranicznych tym większe bezpieczeństwo dla stabilności finansowej danego kraju. Niestety, w praktyce należy wziąć dodatkowo pod uwagę czynnik inflacyjny. Odpowiedni zasób rezerw dewizowych powinien zagwarantować stabilność kursu walutowego, nie powodując jednakże jednoczesnego wzrostu inflacji. Gromadzenie aktywów zagranicznych jest bowiem równoznaczne z powiększaniem bazy monetarnej w związku z włączaniem

⁷⁰ A. Koronowski [2001], *Niedoskonałość rynków jako przyczyna kryzysów walutowych*, Ekonomista, nr 5, Warszawa, s. 636.

do obiegu zasobów pieniądza krajowego, zatem ich nadmiar utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej, zagrażając w krótkim okresie realizacji celu inflacyjnego.

Utrzymywanie wysokich rezerw walutowych jest dużym obciążeniem dla kraju ze względu na koszt alternatywny związany z rezygnacją z części akumulacji rzeczowej lub konsumpcji, a także koniecznością ponoszenia kosztów sterylizacji. Lokaty rezerw walutowych dokonywane przez banki centralne przynoszą stosunkowo niewielki zysk w porównaniu z kosztami sterylizacji nadmiaru pieniądza związanego z dopływem kapitału. Neutralizacja przyrostu podaży pieniądza krajowego, podejmowana w celu przeciwdziałania okresowo nadmiernej aprecjacji kursu walutowego na skutek dopływu kapitału, jest zabiegiem niezwykle kosztownym, bowiem banki centralne są zmuszone płacić bankom komercyjnym wysoką cenę za pieniądź krajowy, podczas, gdy waluty zagraniczne, zakupione od tych banków, ulokowane są na znacznie mniej korzystnych warunkach. Efektem tych działań jest spadek zysku banku centralnego i zmniejszenie wpływów do budżetu⁷¹.

Niebagatelną rolę w określeniu optymalnego poziomu rezerw dewizowych odgrywa obowiązujący w danym kraju mechanizm kursowy. System kursu stałego wymaga utrzymywania znacznie wyższego poziomu rezerw dewizowych, bowiem mogą one przynajmniej częściowo, zostać wykorzystane do obrony kursu waluty krajowej. System kursu płynnego nie wymaga od banku centralnego utrzymywania tak znacznych rezerw aktywów zagranicznych, bowiem ewentualne interwencje podejmowane są sporadycznie, w sytuacjach szczególnych, gdy zawiodą inne środki, a ukształtowany przez rynek poziom kursu walutowego zagraża bezpieczeństwu gospodarki.

Utrzymywany poziom rezerw dewizowych powinien zapewnić bezpieczną pozycję inwestycyjną, oznaczającą sytuację, w której dla żadnego z przyszłych analizowanych okresów poziom wymagalnych lub potencjalnie wymagalnych zobowiązań zagranicznych i płynnych należności zagranicznych wraz z możliwościami uzyskania nowego finansowania oraz z uwzględnieniem przewidywanej ścieżki zmian bilansu obrotów bieżących nie pociąga za sobą wysokiego prawdopodobieństwa gwałtownego spadku płynności międzynarodowej i deprecjacji waluty o nadmiernej skali (kryzysu walutowego)⁷².

⁷¹ D. Gotz-Kozierkiewicz, *Globalizacja...*, op. cit., s. 126.

⁷² A. Koronowski [2000], *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jako czynnik w polityce pieniężnej*, Bank i Kredyt, nr 7-8, s. 44.

W określeniu optymalnego poziomu rezerw walutowych pomagają liczne metody ilościowe oraz jakościowe, które mimo wielu zalet, każdorazowo obejmują jedynie niewielki wycinek rzeczywistości. Do metod ilościowych zalicza się relację poziomu rezerw walutowych do wartości miesięcznego importu, relację należnych płatności bieżących (wynikających z obsługi zadłużenia zagranicznego, realizacji płatności z tytułu importu towarów i usług oraz obsługi depozytów walutowych) do eksportu⁷³, relację deficytu obrotów bieżących do rezerw walutowych⁷⁴, relację rezerw do wybranej miary kapitału zagranicznego, relację rezerw do pieniądza krajowego⁷⁵, modelowy obraz monetarnego podejścia do bilansu płatniczego⁷⁶, metodę nakładów i wyników oraz kształtowanie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Metoda jakościowa, stosowana jako uzupełnienie metod ilościowych, jest analizą symptomatyczną, polegającą na obserwacji wybranych zjawisk⁷⁷ i określeniu na ich podstawie czy poziom rezerw jest wystarczający, zbyt wysoki czy zbyt niski⁷⁸.

Najczęściej wykorzystywanym wskaźnikiem statystycznym jest relacja poziomu rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu. Panuje powszechne przekonanie, że kraj o w pełni wymiennej walucie powinien zapewnić poziom rezerw, stanowiący równowartość 12-miesięcznego importu. Jeżeli wymiennalność odnosi się jedynie do transakcji obrotu bieżącego, stan aktywów zagranicznych powinien odpowiadać wartości 6-miesięcznego importu. Wskaźnik ten wykorzystywany jest przez międzynarodowe agencje ratingowe do oceny wiarygodności krajów *emerging markets*⁷⁹.

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu rezerw dewizowych, stanowi niezbędny, choć nie zawsze wystarczająco skuteczny sposób, zabezpieczający przed

⁷³ Najwyższy rating uzyskują kraje, w których relacja należnych płatności bieżących do eksportu wynosi 20%; poziom 20-30% zapewnia zakwalifikowanie do grupy - BBB, 30-40% - BB, a ponad 40% - B.

⁷⁴ Wskaźnik ten informuje przez jak długi okres możliwe byłoby finansowanie deficytu obrotów bieżących rezerwami walutowymi.

⁷⁵ Bezpieczeństwo zewnętrzne zapewnia 30% lub większe pokrycie pieniądza krajowego środkami w walutach obcych.

⁷⁶ Wśród zmiennych objaśniających poziom rezerw dewizowych, stosowane były m.in. takie kategorie jak: zmienność płatności bilansu płatniczego, import, kurs walutowy nominalny i realny, dochód narodowy *per capita*, podaż pieniądza, nadwyżka popytu na pieniądź nad podażą, koszt alternatywny itp.

⁷⁷ Najczęściej wykorzystywanymi zjawiskami są: presja inflacyjna i deflacyjna, restrykcyjność polityki, wysokość stóp procentowych, dewaluacja lub rewaluacja waluty, stosowanie subsydiów eksportowych, stosowanie ograniczeń płatności, kontrola ruchu kapitału, wykorzystanie pomocy zagranicznej i zaciąganie kredytów zagranicznych.

⁷⁸ D. Wyżnikiewicz [2001], *Problemy określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych*, Bank i Kredyt nr 1-2, s. 26.

⁷⁹ Kraje, które zgromadziły rezerwy odpowiadające równowartości 12-miesięcznego importu uzyskują ocenę wiarygodności na poziomie A, 6-miesięcznego importu – BBB, 3-miesięcznego importu – BB, poniżej 3-miesięcznego – B.

kryzysem walutowym, będącym następstwem ataku spekulacyjnego. Poziom rezerw oceniany jest często w połączeniu z monitoringiem zadłużenia zagranicznego i jego kosztów. Inwestorzy zagraniczni rozważający możliwość lokowania kapitału na danym rynku, zwracają szczególną uwagę na następujące wskaźniki⁸⁰:

- a) relację krótkoterminowego zadłużenia walutowego krajowych podmiotów gospodarczych do oficjalnych rezerw walutowych, pozwalającą na oszacowanie stopnia zagrożenia kryzysem płynności,
- b) relację sumy krótkoterminowego zadłużenia walutowego oraz kapitału zagranicznego ulokowanego w krótkoterminowych krajowych instrumentach finansowych oraz długoterminowego kapitału portfelowego o charakterze spekulacyjnym, do oficjalnych rezerw walutowych pozwalającą na ocenę zdolności władz walutowych do obrony kursu waluty krajowej w razie wystąpienia kryzysu zaufania,
- c) udział kapitału krótkoterminowego (wraz ze spekulacyjnym kapitałem portfelowym) w finansowaniu deficytu obrotów bieżących, pozwalający na określenie prawdopodobieństwa ewentualnych problemów z finansowaniem tego deficytu.

Tabela nr 2. Pożyczki dla krajów rozwijających się (stan na 1996 r.)

Kraj	Dług krótkoterminowy jako % rezerw dewizowych
Wszystkie rynki rozwijające się	54,3
Afryka	61,4
Azja, w tym:	49,9
– Chiny	19,8
– Indonezja	168,9
– Malezja	42,1
– Filipiny	82,1
– Korea Płd.	216,6
– Tajlandia	159,7
Europa Środkowa, w tym:	56,7
– Czechy	41,1
– Węgry	54,5
– Polska	12,7
– Rosja	141,5
– Słowacja	41,7
– Turcja	35,8
Ameryka Łacińska	75
Środkowy Wschód	30,7

Źródło: K. Rybiński, op. cit., s 25,
za: *Bank of International Settlements*, ING Barings 1998.

⁸⁰ W. Małecki, op. cit., s. 4.

Pogorszenie się któregokolwiek z wymienionych wskaźników stanowi sygnał dla inwestorów, że ewentualny atak spekulacyjny mógłby zakończyć się dla nich sukcesem. Jednym z najpopularniejszych parametrów oceny bieżącej sytuacji płatniczej jest relacja krótkoterminowego zadłużenia walutowego do oficjalnych rezerw walutowych, w praktyce bowiem trudno oszacować wielkość spekulacyjnego kapitału długoterminowego. Poziom tego wskaźnika w wybranych krajach rozwijających ujęty został w tabeli 2, z której wynika, że w niektórych krajach finansowanie sektora prywatnego kapitałem krótkoterminowym wyniosło ponad 150% wysokości rezerw dewizowych, a więc wskaźnik ten wielokrotnie przekroczył wielkość uznawaną za bezpieczną.

IX. Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec współczesnych zjawisk kryzysowych

MFW jest naczelną instytucją walutową, powołaną 27 grudnia 1945 r., po ratyfikacji układów z *Bretton Woods* przez 29 spośród 44 państw uczestniczących w konferencji, w celu wspierania ładu monetarnego na świecie⁸¹. Jego głównym zadaniem jest troska o sprawne funkcjonowanie rozliczeń międzynarodowych i utrzymanie klimatu zaufania we wzajemnych stosunkach wierzycielsko-dłużniczych, w szczególności dzięki zapewnieniu stabilności kursów walutowych.

Umowa o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego zawarta w dniu 22 lipca 1944 r. określiła następujące cele jego działalności⁸²:

- a) popieranie międzynarodowej współpracy walutowej przez stałą instytucję, wyposażoną w aparat dla konsultacji i współdziałania w międzynarodowych sprawach walutowych,
- b) ułatwienie rozwoju i zrównoważonego wzrostu wymiany międzynarodowej, poprzez przyczynianie się do popierania i utrzymywania wysokiego poziomu zatrudnienia i dochodu realnego oraz do rozwijania zasobów produkcyjnych wszystkich członków, jako naczelnych zadań polityki gospodarczej,
- c) przyczynianie się do stałości walut, utrzymywanie uporządkowanych stosunków walutowych pomiędzy członkami i unikanie deprecjacji walut w celach

⁸¹ J. Głuchowski [1997], *Międzynarodowe stosunki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 11.

⁸² Art. I *Umowy o utworzeniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, Dz. U. Nr 40 z dnia 24 sierpnia 1948 r., poz. 290.

- konkurencyjnych,
- d) pomaganie w tworzeniu wielostronnego systemu regulowania należności w zakresie bieżących transakcji pomiędzy członkami i w usuwaniu ograniczeń dewizowych, które hamują wzrost handlu światowego,
 - e) wzmaganie ufności członków poprzez stawianie do ich dyspozycji środków Funduszu, przy odpowiednim zabezpieczeniu, i umożliwianie im w ten sposób korygowania szkodliwych odchyłeń ich bilansów płatniczych, bez uciekania się do środków oddziałujących ujemnie na pomyślność gospodarki krajowej lub światowej,
 - f) skracanie czasu trwania i zmniejszanie stopnia braku równowagi w bilansach płatniczych członków w obrotach światowych.

Działalność statutowa MFW polega głównie na udzielaniu krótkoterminowych kredytów służących wsparciu bilansu płatniczego, jednakże w ostatnich latach obserwuje się coraz większe jego zaangażowanie w średniookresowe finansowanie przekształceń strukturalnych, przypisane niejako do zadań Banku Światowego. Poszerzenie aktywności MFW powoduje wzajemne krzyżowanie się domen obu instytucji i zacieranie specyfiki ich działalności.

MFW, przy użyciu środków pochodzących ze składek państw członkowskich, udziela pomocy krajom, które popadają w kłopoty finansowe. Zasoby Funduszu stanowią zatem dodatkowe źródło płynności międzynarodowej, uruchamiane w razie zagrożenia stabilności bilansu płatniczego, swoisty bufor, amortyzujący wstrząsy pochodzące z zewnątrz, wreszcie osłonę względnej autonomii polityki finansowej, dążącej do zapewnienia wewnętrznej równowagi⁸³. Przynależność do struktur MFW, a więc i wynikająca z niej obietnica udzielenia pomocy w sytuacji kłopotów finansowych, w odniesieniu do krajów o niepewnej pozycji płatniczej, obciążonych słabościami systemowymi i brakiem efektywności ekonomicznej, rodzi uzasadnione obawy przed wystąpieniem hazardu moralnego. Kraje te bowiem, prowadząc niespójną, mało przejrzystą i nieskuteczną politykę makroekonomiczną, prędzej czy później popadną w tarapaty. Świadomość istnienia instytucji, która w razie problemów, służy pomocą finansową, prowadzi do rozluźnienia dyscypliny finansowej i podejmowania projektów zbyt ryzykownych, generując jednocześnie oczekiwanie na wydobycie się

⁸³ K. Lutkowski [2000], *Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec współczesnych zjawisk kryzysowych - próba oceny*, Gospodarka Narodowa, nr 5-6, s. 2.

z ewentualnych kłopotów dzięki środkom, uzyskanym w ramach Funduszu. Zwolennicy takiego poglądu opowiadają się nawet za likwidacją MFW, argumentując, że jego działalność przynosi więcej negatywnych konsekwencji niż korzyści.

Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat w wielu krajach, praktycznie na całym świecie, począwszy od Azji Południowo-Wschodniej, przez Europę Środkową, Rosję, aż po Amerykę Południową, doszło do wielu przypadków załamania bilansu płatniczego, określanych niekiedy mianem łańcucha kryzysów walutowo-finansowych. W obliczu zagrożenia utraty płynności kraje te zwracały się do MFW z prośbą o dofinansowanie, mając nadzieję na wydobyć się z kłopotów finansowych. Pomoc, udzielana przez Fundusz, przychodziła zwykle za późno, w momencie, gdy kraj pogrążony był już w kryzysie, a jej udzielenie obwarowane było realizacją programu naprawczego, zalecającego prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej i fiskalnej. Pozytywnym elementem programów uzdrawiających były, podejmowane przez MFW, próby poprawy funkcjonowania systemu bankowego, realizowane w drodze zamykania jednostek niewypłacalnych i restrukturyzowania tych, które miały szanse na przetrwanie. Uwaga MFW skupiała się na wzmacnianiu nadzoru bankowego i udoskonalaniu regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania rynków finansowych.

Działalność Funduszu w obliczu kryzysów walutowo-finansowych lat dziewięćdziesiątych oceniana jest bardzo sceptycznie. Przyczyny zaistniałych problemów finansowych, jak już wcześniej pokazano, nie mogły zostać wyjaśnione, ani przy użyciu modeli kanonicznych, ani też za pomocą modeli drugiej generacji. Większość krajów nimi dotkniętych, za wyjątkiem Rosji, charakteryzowała się bowiem prawidłowymi wskaźnikami gospodarczymi, a więc stosunkowo niską inflacją, wysokim lub średnio wysokim tempem wzrostu PKB oraz dodatnim, lub bliskim równowagi, saldem finansów publicznych. Gospodarki te odznaczały się za to wieloma wewnętrznymi słabościami strukturalnymi, w postaci płytkich rynków finansowych, niskiej bazy kapitałowej banków, braku odpowiednich mechanizmów regulacji i nadzoru systemu bankowego, niedoskonałości rozwiązań rachunkowości finansowej i audytu, oraz sieci nieformalnych, korupcyjnych układów i powiązań pomiędzy bankami, przedsiębiorstwami i rządem. Czynniki te miały wpływ na kruchość systemu finansowego, zwiększając podatność na kryzysy wypłacalności. MFW skupiał swoją uwagę na obserwacji tradycyjnych wskaźników makroekonomicznych, nie dostrzegając niedoskonałości systemowych. Koncentracja Funduszu jedynie na fragmencie rzeczywistości nie pozwoliła mu na dostrzeżenie analogicznych problemów

występujących na poziomie mikro. Przyjmował on za aksjomat, że prawidłowe funkcjonowanie gospodarki pojmowanej jako całość, jest równoznaczne z racjonalnością decyzji poszczególnych przedsiębiorców, wynikającą z funkcjonowania mechanizmu harmonizacji sfery mikro ze sferą makro. Fundusz nie uwzględniał również całej gamy zachowań o podłożu psychologicznym, wynikających z nierównego dostępu do informacji oraz niepewności co do przyszłości.

Wiele z zaleceń przekazywanych krajom dotkniętym kryzysem nie wpłynęły korzystnie na poprawę ich sytuacji. Szczególnie dotkliwe skutki przyniosło utrzymywanie sztywnych, realnie przeszacowanych, kursów walutowych, zalecanych przez MFW jako kotwica nominalna w dostosowawczych programach stabilizacyjnych. Drugim znaczącym błędem było propagowanie przez Fundusz szybkiej liberalizacji rachunku kapitałowego bilansu płatniczego w krajach, które do tej pory z jakiś powodów stosowały restrykcje w obrocie dewizowym. Zbyt pospieszne otwarcie na krótkoterminowe przepływy kapitałowe, dokonane bez wystarczającego zabezpieczenia systemu finansowego przed ewentualnymi skutkami liberalizacji, stworzyło korzystne warunki do rozprzestrzeniania się fali kryzysów walutowych. Proces otwierania się gospodarek wschodzących na przyjęcie kapitału zagranicznego, w szczególności krótkoterminowego, powinien bowiem stanowić logiczną, rozłożoną w czasie sekwencję decyzji rządu oraz władz monetarnych, uwarunkowanych umacnianiem się bezpieczeństwa systemu finansowego. Wątpliwości budzi również słuszność zaleceń dotyczących podnoszenia poziomu stóp procentowych oraz generalnie zwiększania restrykcyjności polityki finansowej w krajach dotkniętych kryzysem walutowym, które nie notowały wysokiej inflacji, znaczącego deficytu budżetowego, ani długu publicznego. Wzrost stóp procentowych powodował szereg negatywnych implikacji, przynoszących efekt odwrotny od zamierzonego, w postaci dalszego pogłębienia kryzysu. W ich rezultacie następowały bowiem dalsze spadki notowań i pogorszenie portfeli kredytowych banków. Kwestia poziomu stóp procentowych nie jest jednak całkowicie jednoznaczna i w dalszym ciągu budzi kontrowersje, zatem można uznać, że zalecając podwyższenie ceny pieniądza, MFW kierował się wyborem mniejszego zła. Decyzja o podwyższeniu stóp procentowych służyć miała bowiem zatrzymaniu kapitałów w kraju i w przypadku jej niepodjęcia mogłoby dojść do jeszcze znacniejszego odpływu i załamania kursów walut.

MFW nie pozostał obojętny na zalewającą go falę krytyki i podjął działania, mające na celu zwiększenie przejrzystości oraz otwartości polityki, szczególnie

w odniesieniu do podejmowanych decyzji i udzielanych rad. Mimo zagrożenia pokusą nadużycia wynikającą z oczekiwań poprawy sytuacji na skutek udzielenia pomocy finansowej, MFW nie chce jednak rezygnować z roli pożyczkodawcy ostatecznej instancji w skali globalnej.

Reasumując działania podejmowane przez MFW w obliczu fali gwałtownych ruchów kapitałów, można zaryzykować stwierdzenie, że sposób jego funkcjonowania okazał się wysoce nieefektywny. Większość podejmowanych działań następowała ze znacznym opóźnieniem, a udzielanie realnej pomocy finansowej uzależniane było od realizacji monitorowanych na bieżąco programów naprawczych. Powodowało to znaczne wydłużenie w czasie procesu wychodzenia z kryzysu, niezwykle dotkliwe szczególnie dla mieszkańców kraju notującego załamanie finansowe. Skutki działań spekulacyjnych inwestorów zagranicznych i podmiotów krajowych oraz błędów w percepcji rzeczywistości przez instytucję walutową, ponosiły bowiem głównie najuboższe warstwy społeczeństwa, stające w obliczu wzrostu stopy bezrobocia oraz poziomu zadłużenia zagranicznego.

Podsumowanie i wnioski

Rozważania będące przedmiotem niniejszego artykułu potwierdzają, iż określenie przyczyn wybuchu kryzysów walutowych jest niezwykle trudne. Jednoznacznej odpowiedzi nie daje ani teoria ekonomii, ani doświadczenia będące udziałem wielu gospodarek wschodzących. Proces globalizacji rynków finansowych, powodujący wzrost mobilności kapitałów w skali międzynarodowej, poprzez zniesienie barier dla jego przepływu oraz stworzenie wielu rozwiązań natury technicznej, zwiększających szybkość jego przemieszczania w skali międzynarodowej, przyczynił się do wzrostu prawdopodobieństwa kryzysu walutowego. Konsekwencją swobody przepływów kapitału jest zagrożenie atakiem spekulacyjnym, sprowokowanym przez coraz mniejsze błędy w polityce makroekonomicznej rządów oraz kumulujące się stany nierównowagi.

Obserwacja przebiegu kryzysów walutowych, które dotknęły państwa grupy *emerging markets*, a także analiza teoretycznych modeli kryzysów walutowych, pozwalają na wyciągnięcie następujących wniosków:

- a) Główną przyczyną kryzysów walutowych jest brak dostatecznego podporządkowania polityki makroekonomicznej wymogowi zachowania długookresowej równowagi bilansu płatniczego,
- b) Przepływy kapitału zagranicznego same w sobie nie są czynnikiem kryzysogennym, ale w połączeniu z wadliwą polityką makroekonomiczną przyspieszają, pogłębiają i zaostrzają przebieg zjawiska,
- c) Finansowanie deficytu obrotów bieżących za pomocą krótkoterminowych kredytów zagranicznych zmniejsza szanse obrony kursu waluty krajowej przed atakiem spekulacyjnym,
- d) Wzrost udziału kapitału krótkoterminowego w ogólnej wielkości zadłużenia zagranicznego zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu walutowego,
- e) Import kapitału w postaci kredytów zagranicznych zaciąganych przez przedsiębiorstwa krajowe, nie zabezpieczonych przed ryzykiem spadku kursu walutowego, zwiększa prawdopodobieństwo kryzysu walutowego,
- f) Podmioty krajowe oraz inwestorzy zagraniczni nie są zainteresowani zabezpieczaniem się przed ryzykiem kursowym, gdyż uzyskiwane przez nich zyski zostałyby ograniczone przez wysokie koszty transakcji zabezpieczających, do wysokości co najwyżej niewielkich zysków arbitrażowych,

- g) Wzrost produkcji, któremu nie towarzyszy dostatecznie szybka poprawa wydajności powoduje, że finansowanie wysoce kapitałochłonnego wzrostu gospodarczego, nawet przy relatywnie wysokim poziomie oszczędności krajowych, możliwe jest jedynie dzięki importowi kapitału zagranicznego,
- h) Ograniczenia dewizowe wprowadzane w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa wystąpienia ataku spekulacyjnego nie są w stanie całkowicie zapobiec kryzysom walutowym, mogą natomiast opóźnić w czasie moment ich wystąpienia oraz złagodzić ich przebieg,
- i) Możliwości omijania ograniczeń dewizowych są większe w krajach mających rozwinięte rynki finansowe, zatem skuteczność wprowadzanych restrykcji jest wyższa w krajach rozwijających się,
- j) Utrzymywanie wysokiego poziomu rezerw dewizowych zwiększa szanse ograniczenia skali deprecjacji kursu wywołanej odpływem kapitału,
- k) Niedostateczne przygotowanie systemu bankowego na otwarcie gospodarki na przepływy kapitału zagranicznego, przejawiające się w wadliwym działaniu nadzoru bankowego, zbyt ścisłej współpracy sektora bankowego z rządem oraz słabości kapitałowej banków, jest istotnym czynnikiem pogłębiającym kryzys walutowy i prowadzącym do jego przeobrażenia w kryzys bankowy,
- l) Poszerzenie pasma dopuszczalnych wahań kursowych lub całkowite upłynnienie kursu walutowego istotnie zwiększa ryzyko operacji spekulacyjnych po stronie inwestorów krótkookresowych, przyczyniając się do obniżenia skłonności do podejmowania przez nich ataku spekulacyjnego,
- m) O powodzeniu ataku decyduje wysoka skala kapitału w nim uczestniczącego. Niewielki strumień kapitału nie jest bowiem w stanie wywołać odpowiednio dużych zmian kursu i pociągnąć za sobą innych inwestorów przeprowadzających transakcje na danym rynku,
- n) Błędne zarządzanie na szczeblu mikro, powodujące wzrost zadłużenia zagranicznego banków i przedsiębiorstw oraz błędną alokację zasobów, utrudnia korzystanie z pozytywnych efektów liberalizacji obrotów kapitałowych.

BIBLIOGRAFIA

1. *Bilans płatniczy Polski* [1999], *Wyzwania i zagrożenia*, pod red. U. Płowiec i W. M. Orłowskiego, PTE, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa,
2. Bożyk P., Misala J., Puławski M. [1999], *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
3. Brzeszczyński J. [2001], *Kto wie lepiej, ten wygrywa*, Rzeczpospolita nr 272 (6045) z dnia 21 listopada,
4. Budnikowski A. [2001], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
5. Chrzan M. [1999], *Sytuacja gospodarcza Polski na tle kryzysów finansowych lat dziewięćdziesiątych*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, nr 836,
6. Darvas Z., Szapary G., *Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime really matter?*, maszynopis,
7. Dąbrowski M. [1998], *Dyskusja*, Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa,
8. Dooley M. P. [1997], *A Model of Crises in Emerging Markets*, Working Paper 6300, National Bureau of Economic Research, Cambridge,
9. Duwendag i in. [1995], *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa,
10. Eichengreen B., Rose A. K., Wyplosz C. [1995], *Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks*, *Economic Policy* '21, October,
11. Fic T. [2002], *Bąble spekulacyjne złotego*, *Bank i Kredyt*, nr 1,
12. *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania* [2002], pod red. B. Liberskiej, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
13. Głuchowski J. [1997], *Międzynarodowe stosunki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
14. Gotz-Kozierkiewicz D., Małecki W. [1994], *Współzależność polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego*, Instytut Finansów, Warszawa,
15. Gotz-Kozierkiewicz D. [2002], *Globalizacja rynków finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
16. Grabowski W. [1998], *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa,
17. Gruszczyński M. [1999], *ABC kryzysu walutowego*, *Bankowe abc*, *Bank i Kredyt*, nr 5,
18. Józefiak C. [1999], *Odporność gospodarki na kryzysy walutowe*, *Bank i Kredyt*, nr 7-8,

19. Kawecka-Wyrzykowska E. [1987], *Międzynarodowy przepływ kapitału*, w: *Międzynarodowe przepływy gospodarcze. Nowe tendencje i próby regulacji* [1987], pod red. L. Balcerowicza, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa,
20. Kokoszczyński R. [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Warszawa,
21. Koronowski A. [2001], *Niedoskonałość rynków jako przyczyna kryzysów walutowych*, *Ekonomista* nr 5, Warszawa,
22. Koronowski A. [1999], *Zarys nowego ujęci kryzysów walutowych*, *Ekonomista*, nr 4, Wydawnictwo KEY TEXT, Warszawa,
23. Koronowski A. [2000], *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jako czynnik w polityce pieniężnej*, *Bank i Kredyt*, nr 7-8,
24. Krugman P. [1979], *A Model of Balance of Payments Crisis*, *Journal of Money, Credit and Banking*, t. 11,
25. Lewandowski J., Rychlewski C. [2001], *Kapitał szansy*, *Wprost*, nr 43,
26. Liberska B. [1999], *Kryzysy finansowe*, PTE, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa,
27. Małecki W. [2000], *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, *Gospodarka Narodowa*, nr 4,
28. Małecki W., Sławiński A. [2001], *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
29. Małecki W., Sławiński A., Żuławska U. [2001], *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
30. *Międzynarodowe przepływy gospodarcze. Nowe tendencje i próby regulacji* [1987], pod red. L. Balcerowicza, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa,
31. Mishkin F. S. [1994], *Preventing Financial Crises: an International Perspective*, Working Paper No 4636, National Bureau of Economic Research, Cambridge
32. Obstfeld M. [1986], *Rational and Self Fulfilling Balance-of-Payments Crises*, *American Economic Interview*, t. 76,
33. Orłowski W. M. [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych: waga problemu*, Warszawa,
34. Pluciński E. M. [1998], *Makroekonomia gospodarki otwartej. Wybrane zagadnienia teoretyczno-empiryczne z perspektywy integracji polskiej gospodarki z rynkiem Unii Europejskiej*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa,
35. *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych* [1998], Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa,
36. Radelet S., Sachs J., *The reset of the Asian Financial Crisis*, Harvard University,

37. Raus D. [2000], *Determinanty i metody szacowania ryzyka kryzysu walutowego*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 112, Warszawa,
38. Rosati D. [1998], *Polska droga do rynku*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa,
39. Rybiński K. [1998], *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych*, Materiały z konferencji Rady Naukowej PTE w dniu 18 czerwca 1998 r., Warszawa 1998.
40. Rybiński K. [2002], *Rządzie rządź, Rado radź*, Gazeta Wyborcza, nr 6,
41. Sławiński A., Dusza M. [1998], *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, Bank i Kredyt, nr 1-2,
42. Sławiński A. [2000], *Kryzysy walutowe a kierunki reformy międzynarodowego systemu finansowego*, Bank i Kredyt nr 7-8,
43. Sławiński A. [2001], *Przyczyny i następstwa kryzysu walutowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
44. Sławiński A. [2002], *Złoty i dealerzy*, Rzeczpospolita 20 (6097) z 24 stycznia,
45. Sławiński A., Osiński J., *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1995,
46. Stonehouse G. i in. [2001], *Globalizacja: strategia i zarządzanie*, Felberg SJA, Warszawa,
47. Sulmicki J. [2000], *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, Ekonomista 4,
48. J. Tober [1998], *Międzynarodowe przepływy kapitału a kryzysy finansowe (Wnioski dla Polski)*, Bezpieczny Bank Nr 4 (5), Warszawa,
49. Wojtyła A. [1999], *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, Bank i Kredyt nr 7-8,
50. Wójcik C. [2002], *Kryzysy walutowe we współczesnej gospodarce światowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002,
51. Wszyński R. [2001], *Ryzyko krajów – szczególna odmiana ryzyka bankowego*, Bezpieczny Bank, nr 1-2,
52. Wyżnikiewicz D. [2001], *Problemy określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych*, Bank i Kredyt, nr 1-2.