

GOSPODARKA NARODOWA

3
(277)
Rok LXXXV/XXVI
maj–czerwiec
2015
s. 49–78

Marek A. DĄBROWSKI*

Jakość danych o rezerwach dewizowych a kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących¹

Streszczenie: Artykuł ma na celu przedstawienie zakresu znaczeniowego rezerw dewizowych i pojęć pokrewnych oraz zbadanie, w jakim stopniu jawność, przejrzystość i kompletność danych o rezerwach wpływały na przebieg kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących w latach 90. XX w., a także jak pod wpływem kryzysów zmieniła się praktyka informowania o rezerwach. Studia przypadków (kryzysy w Meksyku, Tajlandii i Korei) ujawniły, że konwencjonalne miary rezerw dewizowych dają niepełny, a niekiedy wręcz mylący obraz stanu gospodarki. Pozwala to władzom odkładać w czasie kosztowne decyzje i rodzi ryzyko gwałtownych reakcji uczestników rynków finansowych. Kryzysy finansowe skłoniły władze monetarne gospodarek wschodzących do zwiększonej akumulacji rezerw dewizowych oraz do upowszechniania danych makroekonomicznych zgodnie z opracowanymi przez MFW wytycznymi. Zgodnie z nimi władze monetarne ujawniają nie tylko rezerwy brutto, ale także przewidywane i warunkowe obciążenia aktywów rezerwowych, co pozwala uzyskać kompleksowy obraz płynności w walutach obcych i odporności na wstrząsy zewnętrzne.

Słowa kluczowe: rezerwy dewizowe, płynność w walutach obcych, kryzysy finansowe, gospodarki wschodzące

Kody klasyfikacji JEL: F31, F41, E65

Artykuł nadesłany 10 grudnia 2014 r., zaakceptowany 20 maja 2015 r.

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Katedra Makroekonomii; e-mail: marek.dabrowski@uek.krakow.pl

¹ Autor dziękuje Pani Ewie Szafarczyk, Dyrektora Departamentu Zarządzania Ryzykiem Finansowym w Narodowym Banku Polskim, oraz pracownikom Katedry Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie za cenne uwagi i komentarze.

Uwagi wprowadzające

Zwiększona akumulacja rezerw dewizowych przez gospodarki wschodzące, obserwowana przynajmniej od początku nowego milenium, stała się przedmiotem licznych opracowań naukowych. Badano m.in. motywy akumulacji rezerw, wpływ tego zjawiska na stabilność międzynarodowego systemu walutowego, a także relację między rezerwami a odpornością gospodarki na kryzysy finansowe. Pewną słabość tych badań stanowi dość luźne stosowanie terminologii odnoszącej się do rezerw dewizowych. Choć w opracowanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) statystyce bilansu płatniczego pojęcie rezerw, a dokładniej aktywów rezerwowych, zostało precyzyjnie zdefiniowane, to stosowana tak w polskiej, jak i zagranicznej literaturze terminologia jest dość elastyczna. Spotyka się w niej różne, nie zawsze synonimiczne określenia odnoszące się do rezerw dewizowych, co może rodzić niejasności. Istnieje więc potrzeba uporządkowania terminologii. Taką próbę w literaturze anglojęzycznej podjęli w ograniczonym zakresie Dominguez i in. [2012], natomiast w literaturze krajowej brakuje jak dotąd odpowiedniego opracowania.

Artykuł ma na celu: 1) przedstawienie zakresu znaczeniowego rezerw dewizowych i pojęć pokrewnych oraz 2) zbadanie, w jakim stopniu jawność, przejrzystość i kompletność danych o rezerwach wpływały na przebieg kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących w latach 90. XX w. Doświadczenia zebrane w czasie kryzysów wskazują na to, że nośność informacyjna danych o rezerwach dewizowych jest ograniczona. Istotne jest bowiem nie tylko regularne publikowanie takich danych, ale także informowanie o strukturze rezerw i o obciążających je zobowiązaniach, nawet jeśli mają one jedynie charakter dorozumiany lub warunkowy.

Komplementarne wobec hipotezy o oddziaływaniu informacji o rezerwach dewizowych na przebieg procesów gospodarczych jest stwierdzenie, że kryzysy finansowe przyczyniły się do rozszerzenia zakresu podawanych do publicznej wiadomości danych. Wiele gospodarek wschodzących przyjęło specjalny standard upowszechniania danych opracowany przez MFW, dzięki czemu udało im się uniknąć w czasie kryzysu finansowego lat 2008–2009 problemów powodowanych przez nieprzejrzystość danych o rezerwach, które występowały w trakcie wcześniejszych kryzysów.

Artykuł składa się z pięciu części. Przedmiotem części drugiej jest wyjaśnienie zakresu pojęciowego rezerw dewizowych, ich struktury oraz relacji z takimi pojęciami jak rezerwy walutowe, aktywa rezerwowe, płynność w walutach obcych. Część trzecia obejmuje studia trzech przypadków: kryzys w Meksyku (1994–1995) oraz w Tajlandii i Korei (1997–1998). Ilustrują one, w jaki sposób wykorzystanie rezerw dewizowych do łagodzenia przebiegu kryzysu oraz decyzje ze sfery polityki informacyjnej dotyczące jawności danych o rezerwach, ich przejrzystości i kompletności, oddziaływały na przebieg procesów gospodarczych. Te doświadczenia zaowocowały zmianami w polityce makroekonomicznej (m.in. akumulacją rezerw dewizowych) oraz skłoniły władze monetarne do dostosowania praktyki upowszechniania danych do

standardu opracowanego przez MFW. Zmianom tym poświęcona jest część czwarta. Uwagi końcowe sformułowano w części piątej.

Pojęcie rezerw dewizowych oraz płynności w walucie obcej

Pojęcie rezerw dewizowych

Rezerwami dewizowymi są znajdujące się pod kontrolą władz monetarnych aktywa zagraniczne, którymi mogą one łatwo rozporządzać, wykorzystując je w razie potrzeby do sfinansowania nierównowagi w bilansie płatniczym, do interwencji na rynku walutowym ukierunkowanych na kurs walutowy lub do osiągnięcia innych podobnych celów (takich jak utrzymywanie zaufania do danej waluty i gospodarki bądź stworzenie podstawy do zadłużania się za granicą) [IMF, 2009, pkt 6.64].

W terminologii przyjętej przez MFW rezerwy dewizowe określane są jako oficjalne aktywa rezerwowe lub krócej jako aktywa rezerwowe. Jak jednak zauważyli Dominguez i in. [2012], w literaturze wykorzystywane są zamiennie także takie określenia jak „rezerwy zagraniczne”, „rezerwy międzynarodowe”, „rezerwy oficjalne”. W literaturze polskiej pojawia się dodatkowo określenie „rezerwy walutowe” (np. Rybiński [2011]; Bogołębska [2013]). Trzy pierwsze określenia mogą faktycznie być stosowane zamiennie z „oficjalnymi aktywami rezerwowymi” w tych kontekstach, w których nie jest wymagana precyzja, gdyż ryzyko niejednoznaczności jest niewielkie. Wydaje się natomiast, że pojęcie „rezerwy walutowe” nie powinno być wykorzystywane jako synonim pozostałych, gdyż odnosi się ono – w terminologii stosowanej przez MFW i banki centralne – do ściśle określonej części aktywów rezerwowych².

Stosowane w tym artykule, jak i w innych publikacjach krajowych określenie „rezerwy dewizowe” (np. Barwiński i in. [2003]; Dąbrowski [2009; 2014]; Knap i Nakonieczna-Kisiel [2013]; NIK [2014]) nie wydaje się budzić kontrowersji. Jest ono nie tylko zgodne z intuicją, ponieważ dewizy oznaczają wszelkie należności zagraniczne, które mogą być środkiem płatniczym w obrocie międzynarodowym [SJP, 1992], ale ponadto jest stosowane w prawodawstwie. Na przykład ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (DzU 2013, poz. 908 ze zm.) czyni ten bank „centralną bankową instytucją dewizową” i nakłada nań zadanie w postaci prowadzenia gospodarki rezerwami dewizowymi (art. 3 ust. 2 pkt 2)³.

² Choć wymienieni autorzy nie utożsamiają rezerw walutowych z aktywami rezerwowymi, to nie wyjaśniają relacji między tymi pojęciami. Zamiennie te pojęcia stosuje natomiast Wyżnikiewicz [2001].

³ Zob. też art. 52 ust. 1 ustawy, w którym jest mowa o gromadzeniu rezerw dewizowych, zarządzaniu nimi oraz podejmowaniu czynności bankowych i innych mających na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju. Ustawodawca posłużył się też określeniem „wartości dewizowe” (art. 52 ust. 4), które jest pojęciem szerszym, gdyż nie odnosi się wyłącznie do aktywów zagranicznych będących w posiadaniu NBP. Zostało ono zdefiniowane

Należy zaznaczyć, że w terminologii stosowanej przez NBP rezerwy dewizowe obejmują papiery wartościowe, lokaty w bankach za granicą (z wyłączeniem środków walutowych Ministerstwa Finansów) oraz złoto inwestowane na rynku międzynarodowym, a więc mają nieco węższy zakres pojęciowy niż oficjalne aktywa rezerwowe [NBP, 2005, s. 84; Szpringer, 2005]. Zważywszy jednak na to, że określenie „rezerwy dewizowe” obejmuje zdecydowaną większość aktywów rezerwowych (np. w 2013 r. było to ponad 90%), a ponadto, w przeciwieństwie do kategorii „rezerwy walutowe”, nie jest używane w terminologii MFW (dzięki czemu jego stosowanie nie zaburza ładu pojęciowego), rezerwy dewizowe są utożsamiane w tym opracowaniu z aktywami rezerwowymi⁴.

Za takim rozwiązaniem przemawiają trzy dodatkowe argumenty. Po pierwsze, niewłączone przez NBP do rezerw dewizowych specjalne prawa ciągnięcia (SDR) ustawodawca zaliczył jednak do zagranicznych środków płatniczych, a te wraz z całym złotem dewizowym i platyną dewizową do wartości dewizowych (art. 2. ust. 2 pkt 8–10 prawa dewizowego), nadając NBP prawo ich posiadania (art. 54 ust. 4 ustawy o NBP). Po drugie, NBP sformułował swoją definicję rezerw dewizowych jedynie na potrzeby sprawozdania z działalności i używał jej w latach 2004–2006, a w kolejnych sprawozdaniach stosował zamiennie określenia rezerwy dewizowe i aktywa rezerwowe. Po trzecie, wydaje się, że polskim odpowiednikiem funkcjonujących w literaturze zagranicznej określeń „rezerwy międzynarodowe” oraz „rezerwy zagraniczne” – które brzmią nieco sztucznie w języku polskim, a nadto mogą być mylące – powinno być dobrze zakorzenione w języku ekonomicznym i prawniczym określenie „rezerwy dewizowe”.

Na rezerwy dewizowe składają się aktywa, które co do zasady mogłyby zostać ujęte w pozostałych czterech kategoriach funkcjonalnych wykorzystywanych w statystyce bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, tj. inwestycjach bezpośrednich, portfelowych, pozostałych i derywatach finansowych⁵. MFW wyróżnia jednak dodatkową kategorię „aktywa rezerwowe”, wskazując, że takie aktywa, będąc własnością władz monetarnych, są gromadzone na wypadek gdyby pojawiła się konieczność zapewnienia środków służących do finansowania transakcji objętych bilansem płatniczym lub gdyby wskazane było przeprowadzenie interwencji walutowych bądź osiągnięcie innych podobnych celów [IMF, 2009, pkt 6.64]. Cechą wyróżniającą rezerwy są więc powody, dla których się je gromadzi. Wymienione powody nasuwają skojarzenie z systemem stałego kursu walutowego, w którym rezerwy pełnią funkcję bufora pozwalającego stabilizować kurs. Jest natomiast mniej jasne,

w ustawie z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (DzU 2012, poz. 826 ze zm.) jako zagraniczne środki płatnicze oraz złoto dewizowe i platyna dewizowa (art. 2 ust. 2 pkt 8).

⁴ Szpringer [2005] stosuje zamiennie wszystkie trzy pojęcia. Z kolei NIK [2014] utożsamia rezerwy dewizowe z oficjalnymi aktywami rezerwowymi bez wskazywania na różnice w zakresie pojęciowym.

⁵ Kategorie funkcjonalne zostały skonstruowane w celu uchwycenia „pewnych aspektów relacji między stronami i motywów inwestycji” [IMF, 2009, pkt 6.2].

dlaczego rezerwy miałyby być utrzymywane w warunkach płynnego kursu walutowego [Dominguez i in., 2012]. Określenie „inne podobne cele” pozwala jednak uzasadnić akumulację rezerw także w takim systemie kursu walutowego. Według NBP [2014, s. 43] rezerwy służą przede wszystkim wzmocnieniu wiarygodności finansowej kraju (przyczyniając się do obniżenia kosztu finansowania na rynkach globalnych, do redukcji zmienności kursu złotego i ryzyka nagłego odpływu kapitału) oraz do wsparcia w razie potrzeby stabilności krajowych rynków finansowych czy sektora bankowego (zwłaszcza przez dostarczanie płynności walutowej w przypadku zaburzeń na rynkach finansowych) (zob. też Wyżnikiewicz [2001]; Barwiński i in. [2003]).

Aktywa wchodzące w skład rezerw dewizowych muszą spełniać pięć dalszych warunków. Po pierwsze, muszą to być faktycznie istniejące aktywa [IMF, 2009, pkt 6.64]. Zatem linie kredytowe, z których władze monetarne mogą skorzystać, jak i zasoby walut obcych, które można pozyskać w ramach zawieranych między bankami centralnymi porozumień typu *swap* nie są zaliczane do rezerw [IMF, 2009, pkt 6.105; IMF, 2013, pkt 73]. Zalicza się do nich środki faktycznie wykorzystane w ramach otwartych linii kredytowych lub zawartych porozumień typu *swap* [Dominguez i in., 2012].

Po drugie, winny to być aktywa zagraniczne, a więc denominowane i rozliczane w walutach obcych (bądź w złocie lub jednostkach SDR), które przybierają postać roszczeń (należności) wobec nierezydentów. Wyjątkiem jest monetarne złoto w sztabach, któremu nie odpowiada żadne zobowiązanie – pozostaje ono własnością władz monetarnych [IMF, 2009, pkt 5.75]. Wymóg, aby aktywa były rozliczane w walutach obcych, wiąże się z powodami ich gromadzenia – np. podtrzymywanie kursu walutowego wymaga dysponowania walutami obcymi, które mogą zostać wykorzystane do interwencji na rynku walutowym. Aktywa powinny być także denominowane w walutach obcych. Gdyby bowiem były określone w walucie krajowej (lub względem niej indeksowane), ich wartość zmniejszałaby się w czasie kryzysów walutowych, a więc wtedy, kiedy rezerwy są najbardziej potrzebne [IMF, 2009, pkt 6.71 i 6.74].

Aktywa mające postać roszczeń wobec rezydentów nie są zaliczane do rezerw dewizowych nawet wtedy, kiedy są określone i rozliczane w walutach obcych. W szczegółowych wytycznych dotyczących rezerw dewizowych MFW wyjaśnił, że w czasie kryzysów finansowych zmniejsza się płynność tego rodzaju aktywów. Ponadto, możliwość sięgnięcia po te aktywa w czasie kryzysu może być ograniczona obawą o wpływ podejmowanych działań na płynność krajowych instytucji finansowych [IMF, 2013, pkt 103].

Po trzecie, mają to być aktywa władz monetarnych. MFW zdefiniował władze monetarne jako bank centralny oraz „pewne operacje zazwyczaj przypisywane bankowi centralnemu, ale czasem przeprowadzane przez inne instytucje państwowe lub banki komercyjne, takie jak państwowe banki komercyjne” [IMF, 2009, pkt 6.66]. Chodzi tu o takie operacje jak emisja pieniądza, utrzymywanie i zarządzanie aktywami rezerwowymi oraz działanie funduszy stabilizacji kursu walutowego (*exchange stabilisation funds*). Zatem do rezerw zalicza się co do zasady aktywa zagraniczne zgromadzone przez bank centralny, ale

w niektórych przypadkach włącza się także odpowiednie aktywa innych instytucji. Na przykład w Japonii są to środki zgromadzone na Japanese Government's Special Account for the Foreign Exchange Fund (Specjalny Rachunek państwa Japońskiego służący do Obsługi Funduszu Dewizowego). Z kolei aktywa państwowych funduszy majątkowych mogą zostać zaliczone do rezerw, pod warunkiem że władze monetarne sprawują nad nimi kontrolę i mogą nimi łatwo rozporządzać [IMF, 2009, pkt 6.93 i n.; IMF, 2013, pkt 20]. Na przykład aktywa Norwegian Government Pension Fund – Global (Państwowego Norweskiego Funduszu Emerytalnego – Globalny) zostały włączone do aktywów rezerwowych (więcej przykładów zawiera opracowanie Dominguez i in. [2012]).

Po czwarte, mają to być aktywa w pełni kontrolowane przez władze monetarne. Taki wymóg spełniają aktywa znajdujące się w posiadaniu władz monetarnych. MFW dopuszcza także, aby do rezerw zaliczać aktywa, które znajdują się w posiadaniu innych krajowych instytucji, ale tylko wówczas, gdy te mogą dokonywać transakcji owymi aktywami wyłącznie na warunkach określonych przez władze monetarne bądź po uzyskaniu od nich wyraźnego zezwolenia. Innymi słowy, krajowa instytucja może odgrywać rolę pełnomocnika [IMF, 2009, pkt 6.67].

Po piąte, do rezerw zalicza się jedynie te aktywa, którymi władze monetarne mogą łatwo rozporządzać (*availability for use*). Oznacza to w szczególności, że ich wykorzystanie nie może być obwarowane żadnymi warunkami, aktywa muszą się cechować wysoką jakością (inwestycyjne, a nie spekulacyjne) i być płynne [IMF, 2009, pkt 6.69; IMF, 2013 pkt 89]. Aby aktywa można było uznać za płynne nie tylko muszą dawać się łatwo i szybko spieniężyć przy niewielkim koszcie, w krótkim czasie i bez nadmiernego oddziaływania na ich wartość, ale także być denominowane i rozliczane w walutach wymiennalnych, które mogą być swobodnie wykorzystane do rozliczania transakcji międzynarodowych, przy czym nie chodzi tu wyłącznie o waluty wchodzące w skład koszyka SDR [IMF, 2009, pkt 6.72].

Struktura rezerw dewizowych

Strukturę aktywów rezerwowych przedstawiono w tabeli 1 w układzie, który jest stosowany przez NBP zgodnie ze specjalnym standardem upowszechniania danych (*Special Data Dissemination Standard, SDDS*) zalecanym przez MFW⁶. Na rezerwy dewizowe składają się następujące kategorie aktywów: rezerwy walutowe, pozycja rezerwowa w MFW, specjalne prawa ciągnięcia (SDR), złoto oraz inne aktywa rezerwowe. Dodatkowo, zgodnie z opracowanym przez MFW wzorem formularza danych o rezerwach (*reserve data template*), w tabeli uwzględniono pozycję „Pozostałe aktywa w walutach obcych” obejmującą aktywa, które nie są zaliczane do rezerw dewizowych.

⁶ Ten układ tylko nieznacznie odbiega od stosowanego w statystyce bilansu płatniczego. Relacje zachodzące między oboma sposobami prezentacji danych zostały omówione w IMF [2013, pkt 110–117].

Rezerwy walutowe obejmują papiery wartościowe oraz lokaty (i gotówkę). W pierwszej kategorii mieszczą się papiery wartościowe wyemitowane przez nierezydentów, tj. emitentów, którzy są umiejscowieni za granicą, bez względu na to, gdzie znajduje się ich główna siedziba [IMF, 2013, pkt 80]⁷. Winny to być papiery wartościowe (niekoniecznie dłużne) znajdujące się w obrocie publicznym oraz cechujące się wysoką płynnością i bezpieczeństwem. Są one wykorzystywane w transakcjach *repo* i *reverse repo*, które służą do zarządzania płynnością i dochodowością aktywów rezerwowych [NBP, 2013, s. 27]⁸.

Tabela 1. Oficjalne aktywa rezerwowe i pozostałe aktywa w walutach obcych

Wyszczególnienie
A. Oficjalne aktywa rezerwowe
1. Rezerwy w walutach obcych (w walutach wymiennalnych)
a. papiery wartościowe
w tym: emitenta mającego centralną siedzibę w kraju sprawozdającym, lecz umiejscowionego za granicą
b. Ogółem gotówka i lokaty w:
i. innych bankach centralnych, BIS, EBC i MFW
ii. w bankach, które mają centralną siedzibę w kraju sprawozdającym
w tym: ulokowane w jednostkach za granicą
iii. w bankach, które mają centralną siedzibę poza krajem sprawozdającym
w tym: ulokowane w jednostkach w kraju sprawozdającym
2. Pozycja rezerwowa w MFW
3. SDR-y
4. Złoto (włączając lokaty złota oraz jeśli występują, swapy na złoto)
– ilość złota w uncjach (mln)
5. Inne aktywa rezerwowe (wyszczególnić)
– finansowe derywaty
– kredyty udzielone nierezydentom nie-bankom
– inne
B. Pozostałe aktywa w walutach obcych (wyszczególnić)
– papiery wartościowe nie włączone do oficjalnych aktywów rezerwowych
– lokaty niewłączone do oficjalnych aktywów rezerwowych
– pożyczki udzielone niewłączone do oficjalnych aktywów rezerwowych
– złoto niewłączone do oficjalnych aktywów rezerwowych
– inne

Źródło: strona internetowa NBP.

⁷ Wyemitowane przez rezydentów papiery wartościowe (w walutach obcych) nie stanowią rezerw dewizowych i powinny zostać ujęte w pozycji I.B.

⁸ Szerzej o tych transakcjach i ich wpływie na poziom rezerw zob. IMF [2013, pkt 84 i n.] i IMF [2009, pkt 6.88 i 6.89].

W kategorii lokaty mieszczą się zasadniczo lokaty na żądanie, natomiast lokaty terminowe mogą zostać włączone, o ile władze monetarne mogą z nich korzystać na żądanie lub z zachowaniem bardzo krótkiego okresu wypowiedziana (i bez spowodowania nadmiernej utraty wartości lokaty). Chodzi tu o depozyty lokowane w zagranicznych bankach centralnych, Banku Rozrachunków Międzynarodowych i innych bankach (bankach komercyjnych, kasach oszczędnościowych, bankach pocztowych i innych)⁹. W tej kategorii uwzględnia się również krótkoterminowe kredyty w wymienialnych walutach obcych udzielone przez władze monetarne ww. podmiotom, pod warunkiem że podlegają one spłacie na żądanie [IMF, 2009, pkt 93].

Dwa kolejne składniki rezerw dewizowych stanowią: pozycja rezerwowa w MFW oraz posiadane przez władze monetarne specjalne prawa ciągnięcia (SDR). Pozycja rezerwowa obejmuje transzę rezerwową i zadłużenie MFW w danym kraju. Transza rezerwowa oznacza środki w walutach obcych, które kraj może nabyć w zamian za własną walutę, oświadczając, że są mu potrzebne do sfinansowania nierównowagi w bilansie płatniczym [IMF, 2009, pkt 7.78]. Wielkość transzy odpowiada tej części wpłaty na poczet tzw. kwoty, którą państwo członkowskie wniosło w akceptowanych przez MFW walutach obcych lub SDR (25% kwoty). Transza rezerwowa zmienia się wraz ze zmianami znajdującego się w posiadaniu MFW zasobu waluty danego państwa członkowskiego (pierwotnie 75% kwoty), które wynikają np. ze sprzedaży przez MFW waluty danego państwa innemu [IMF, 2009, pkt 7.77], zmian kursów walutowych.

MFW ma prawo zadłużać się w krajach członkowskich w celu zwiększenia zasobu środków finansowych wykorzystywanych w działalności statutowej. Jedną z konsekwencji światowego kryzysu finansowego było rozbudowanie mechanizmów umożliwiających MFW zadłużanie się na znacznie większą skalę. W ramach istniejących przed kryzysem ogólnych porozumień w sprawie zadłużania się (*General Arrangements to Borrow*) MFW mógł zaciągać pożyczki w 11 gospodarczo zaawansowanych krajach na łączną sumę 17 mld SDR (a dodatkowo w Arabii Saudyjskiej 1,5 mld SDR). Nowe porozumienia w sprawie zadłużania się (*New Arrangements to Borrow*) weszły w życie w 1998 r., a w 2011 r. zwiększony został limit zadłużeniowy MFW do 370 mld SDR. Jedną z 38 instytucji uczestniczących w mechanizmie jest NBP: limit kredytowy ustalono na 2 530 mln SDR¹⁰.

Specjalne prawa ciągnięcia (SDR) są międzynarodowymi aktywami rezerwowymi utworzonymi przez MFW w 1969 r. w celu uzupełnienia rezerw dewizowych państw członkowskich. Państwa otrzymały uzależnioną od wysokości kwoty ilość SDR. Przydzielone danemu krajowi SDR-y są ujmowane

⁹ Chodzi o podmioty przyjmujące lokaty z wyłączeniem banku centralnego, tj. podmioty, których głównym rodzajem działalności jest pośrednictwo finansowe (zob. szerzej IMF [2009, pkt 4.71; 2013, pkt 92]).

¹⁰ Faktyczne zadłużenie MFW w NBP z tego tytułu wynosiło 335,9 mln SDR (koniec września 2014 r.). Więcej informacji na temat rachunku zasobów ogólnych poszczególnych państw można znaleźć na stronie MFW: <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/exfin1.aspx>.

jako zobowiązanie władz monetarnych w kategorii inwestycje pozostałe [IMF, 2009, pkt 6.61 i 7.70]. Znajdujące się w posiadaniu danego państwa zasoby SDR nie są co prawda roszczeniami wobec MFW, ale mogą być swobodnie wykorzystywane do rozliczania transakcji międzynarodowych i z tego względu są ujmowane w rezerwach [IMF, 2009, pkt 6.84 i 7.84].

Działając pod wpływem światowego kryzysu finansowego państwa członkowskie MFW i sam MFW zgodziły się dokonać dwóch dodatkowych przydziałów jednostek SDR, dzięki czemu ich łączny zasób wzrósł w 2009 r. z 21,4 mld do 204 mld. Pierwszy (ogólny) przydział miał na celu zwiększenie znaczenia SDR w światowych rezerwach dewizowych. Drugiego (szczególnego) przydziału dokonano, aby wyposażyć w SDR państwa, które przystąpiły do MFW po 1981 r., a więc już po obu (ogólnych) przydziałach SDR (w latach 1970–1972 i 1979–1981). Polska otrzymała 1,3 mld SDR w ramach obu przydziałów dokonanych w 2009 r.

Będąc własnością władz monetarnych złoto jest zaliczane do rezerw dewizowych. Z uwagi na swoją historyczną rolę w międzynarodowym systemie walutowym jest ono traktowane jak składnik aktywów finansowych [IMF, 2013, pkt 98]. Inne metale szlachetne (np. srebro, platyna) i kamienie szlachetne są kwalifikowane jako dobra, a nie aktywa finansowe, i jako takie nie są uwzględniane w rezerwach [IMF, 2013, pkt 98]. Zważywszy na fakt, że współczesne banki centralne nie wykorzystują złota do interwencji na rynkach walutowych, w niektórych opracowaniach empirycznych wykorzystuje się zasób rezerw z wyłączeniem złota (zob. Dominguez i in. [2012]). Lokaty złota są wykorzystywane jako instrument finansowy przy zarządzaniu portfelem rezerw dewizowych¹¹.

Pozycją zamykającą zestawienie rezerw dewizowych, są inne aktywa rezerwowe. MFW zalicza do nich derywaty finansowe (pozycja netto), krótkoterminowe pożyczki udzielone podmiotom (nierezydentom) niebędącym bankami (o ile podlegają spłacie na żądanie), długoterminowe pożyczki udzielone zarządzanym przez MFW funduszom powierniczym, np. Funduszowi Redukcji Ubóstwa i Wspierania Wzrostu (*Poverty Reduction and Growth Trust*), jeżeli mogą być szybko spłacone (szerzej o tych funduszach zob. Munyama [2008]), aktywa pozyskane w transakcjach *reverse repo* (o ile są płynne i można nimi rozporządzać na żądanie) i inne aktywa finansowe, które nie zostały włączone do innych kategorii, ale spełniają wymogi stawiane aktywom rezerwowym [IMF, 2013, pkt 102; IMF, 2009, pkt 6.91 i 6.92]. Ta pozycja stanowi niewielką część (przeciętnie 2,8%) rezerw dewizowych w krajach, które stosują standard SDDS [Dominguez i in., 2012].

Płynne aktywa w wymiernych walutach obcych, które pozostają pod kontrolą władz monetarnych, ale nie stanowią roszczeń wobec nierezydentów, są wykazywane jako pozostałe aktywa w walutach obcych. MFW zalicza do nich m.in. papiery wartościowe wyemitowane przez podmiot umiejscowiony w kraju sprawozdającym oraz lokaty w jednostkach banków umiejscowionych

¹¹ Szerzej o złocie i transakcjach typu *swap* na złoto zob. IMF [2009, pkt 6.78 i n.].

w kraju sprawozdającym. W tej kategorii mieszczą się także roszczenia rządu centralnego (z wyłączeniem aktywów znajdujących się w funduszach ubezpieczenia społecznego), np. płynne aktywa zgromadzone w państwowych funduszach majątkowych [IMF, 2013, pkt 125]¹².

Pojęcie płynności w walutach obcych

Szerszą kategorią od rezerw dewizowych jest płynność w walutach obcych (*foreign currency liquidity*), którą MFW stosuje w celu uchwycenia pełnego obrazu aktywów i pasywów związanych z rezerwami. Płynność w walutach obcych jest oceniana przez zestawienie zasobów oraz obciążeń aktywów w walutach obcych (rysunek 1). Na zasoby składają się rezerwy dewizowe oraz pozostałe aktywa w walutach obcych, które w formularzu danych o rezerwach są ujmowane w części I. Obciążenia aktywów walutowych obejmują zarówno przewidywane, jak i warunkowe obciążenia netto (odpływ zasobów w walutach obcych pomniejszony o napływ takich zasobów) wynikające z krótkoterminowych (tj. o terminie wymagalności przypadającym w ciągu najbliższych 12 miesięcy włącznie) zobowiązań oraz pozabilansowych operacji przeprowadzanych przez władze kraju sprawozdającego. Przewidywanym i warunkowym obciążeniom aktywów walutowych poświęcone są kolejno części II i III formularza danych o rezerwach, natomiast w części IV zawarte zostały dodatkowe informacje dotyczące należności i zobowiązań bilansowych i pozabilansowych (np. o krótkoterminowym zadłużeniu w walucie krajowej indeksowanemu do walut obcych, o papierach wartościowych pożyczanych w operacjach *repo* i *reverse repo*).

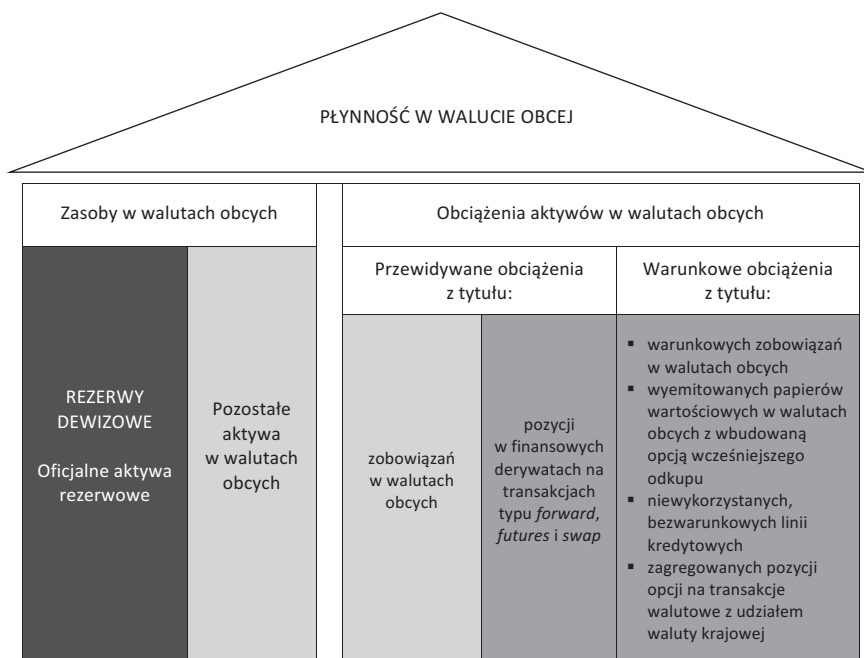
Płynność w walutach obcych jest pojęciem szerszym od rezerw dewizowych, dlatego że uwzględnia szerszą gamę aktywów oraz pasywa, a także z trzech dalszych względów. Po pierwsze, w przeciwieństwie do rezerw odnosi się do znajdujących się w posiadaniu władz monetarnych oraz rządu centralnego (łącznie określanych jako władze kraju) zasobów w walutach obcych oraz powiązanych z nimi obciążeń (zob. IMF [2013, pkt 22]). Po drugie, koncepcja płynności uwzględnia roszczenia i zobowiązania w walutach obcych także względem rezydentów. Po trzecie, koncepcja rezerw dewizowych oparta jest na ujęciu *stricte* bilansowym, zaś płynność w walutach obcych obejmuje przepływy wynikające zarówno z operacji bilansowych, jak i pozabilansowych [IMF, 2013, pkt 16].

Koncepcja płynności w walutach obcych jest także szersza od pojęcia rezerw dewizowych netto. Co prawda to ostatnie nie zostało zdefiniowane formalnie, ale zazwyczaj rozumie się przez nie rezerwy dewizowe (brutto) pomniejszone o (najczęściej tylko krótkookresowe) pasywa powiązane z rezerwami (*reserve-related liabilities*)¹³.

¹² Środki zgromadzone w tych funduszach mogą być zaliczane do rezerw dewizowych. Była o tym mowa wcześniej.

¹³ Zgodnie z konwencją stosowaną przez MFW rezerwy dewizowe podaje się w ujęciu brutto, ale samego określenia „brutto” się nie używa [IMF, 2013, pkt 9].

Rysunek 1. Relacje między rezerwami dewizowymi a płynnością w walutach obcych



Uwagi:

- Operacje bilansowe w walutach obcych (pozycje i transakcje; istniejące aktywa i pasywa)
- Operacje pozabilansowe w walutach obcych (pozycje i transakcje; warunkowe obciążenia aktywów i pasywów)
- Oparte na kryterium miejsca zamieszkania/siedziby

Źródło: IMF [2013, rysunek 1.1].

W statystyce bilansu płatniczego inwestycyjnej pasywa powiązane z rezerwami oznaczają wyrażone w walutach obcych zobowiązania władz monetarnych, które mogą być traktowane jako bezpośrednie roszczenia nierezydentów obciążające aktywa rezerwowe [IMF, 2009, pkt 6.115, 6.116 i tabela A9-V]. Choć rezerwy dewizowe netto bardziej niż rezerwy brutto nadają się do analizy odporności gospodarki na zaburzenia zewnętrzne, to pełniejszy wgląd w tę kwestię stwarza koncepcja płynności w walutach obcych. Jest ona bowiem pojęciem szerszym: wiąże zasoby w walutach obcych (a nie tylko rezerwy) z krótkoterminowymi obciążeniami tych zasobów, które wynikają z operacji przeprowadzonych przez władze kraju sprawozdającego (a nie tylko władze monetarne) tak z nierezydentami, jak i z rezydentami [IMF, 2103, pkt 17].

Dane o rezerwach i kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących

Dostępność aktualnych, przejrzystych i kompletnych danych o rezerwach dewizowych, a także dokonywane przez polityków wybory w zakresie faktycznego wykorzystania rezerw do utrzymywania zewnętrznej równowagi

makroekonomicznej miały istotny wpływ na przebieg procesów gospodarczych. Argumentów, które przemawiają za tym stwierdzeniem, dostarczają doświadczenia gospodarek wschodzących, w których doszło do kryzysów finansowych. Pod tym kątem analizie poddano kryzysy w Meksyku (1994–1995), Tajlandii (1997–1998) i Korei (1997–1998).

Jawność danych i kryzys meksykański

Narastająca nierównowaga zewnętrzna, słabości wewnętrzne i napięcia polityczne sprawiły, że na przełomie lat 1994 i 1995 w Meksyku doszło do głębokiego kryzysu walutowego (szerzej o jego przyczynach zob. np. Calvo i Mendoza [1996]; Sławiński i Dusza [1998]; Zuławska [2001]). W marcu 1994 r., po zamachu na kandydata na urząd prezydenta, stan niepewności pogłębił się: wzrosło oprocentowanie skarbowych papierów wartościowych CETES, a peso uległo osłabieniu. Kierując się przekonaniem, że obserwowany odpływ netto kapitału jest zjawiskiem przejściowym, władze Meksyku zdecydowały się wówczas na wykorzystanie rezerw dewizowych do osłabienia wpływu zwiększonej niepewności na sytuację gospodarczą przy jednoczesnej „sterylizacji” monetarnych następstw odpływu rezerw dewizowych za pomocą istotnego zwiększenia kredytu krajowego netto” [Griffith-Jones 1997]. Interwencje walutowe pozwoliły utrzymać kurs w istniejącym paśmie wahań, natomiast sterylizacja ograniczała wzrost stóp procentowych. Konieczny stał się jednak wykup denominowanych w peso papierów wartościowych CETES i emisja Tesobonos, które były indeksowane do kursu peso względem dolara. Pod koniec 1993 r. udział CETES w skarbowych papierach dłużnych w posiadaniu podmiotów zagranicznych wynosił 70%, a udział Tesobonos – 6%. Rok później struktura się odwróciła: udział CETES spadł do 10%, a Tesobonos wzrósł do 87%. Władze Meksyku przekonały więc inwestorów zagranicznych, aby nie wycofywali kapitału, uwalniając ich od ryzyka kursowego i przejmując je na siebie.

Słabym punktem tej polityki było dopuszczenie do nadmiernego obniżenia się rezerw dewizowych i przyrostu krótkoterminowych zobowiązań w walucie obcej¹⁴. Co prawda, udział tego zadłużenia w łącznym długi zewnętrznym stopniowo się zwiększał już od 1990 r., ale ta tendencja była kompensowana przyrostem rezerw – wskaźnik rezerw do krótkoterminowego zadłużenia utrzymywał się na poziomie 70% (rysunek 2a). Stabilny do 1993 r. był też wskaźnik rezerw do agregatu M2. Choć rezerwy spadły jedynie w marcu i kwietniu 1994 r., a potem (do końca października) utrzymywały się na poziomie ok. 17 mld dolarów, stabilizacja była pozorna, ponieważ wzrastało zadłużenie w formie Tesobonos (rysunek 2b). Różnica między rezerwami, które traktowano jako dorozumiane zabezpieczenie Tesobonos, a zasobem tych papierów skarbowych spadła prawie do zera już w lipcu.

W świetle tych danych pojawia się pytanie, dlaczego wybuch kryzysu nastąpił dopiero w grudniu 1994 r., a nie latem. Jednym z istotniejszych, a zarazem

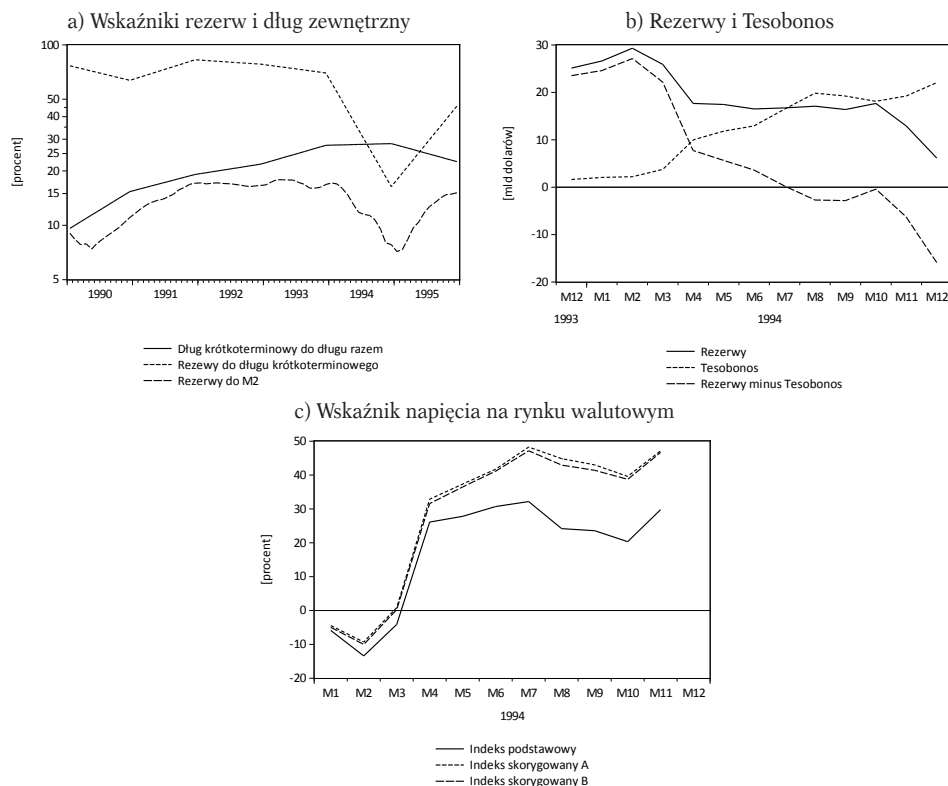
¹⁴ Griffith-Jones [1997] określiła Tesobonos mianem „bomby zegarowej w rękach władz Meksyku”.

kluczowych z punktu widzenia prowadzonych rozważań, czynników pozwalających wyjaśnić tę zagadkę było to, że Banco de Mexico nie ujawniał bieżącego poziomu rezerw dewizowych: publikowano jedynie częściowe dane i tylko kilka razy w roku. Trudności z uzyskaniem danych mieli nawet pracownicy MFW: na początku czerwca 1994 r., po dwóch tygodniach spędzonych w Meksyku, misja MFW wróciła do Waszyngtonu nieuzyskawszy od Banco de Mexico aktualnych danych o rezerwach dewizowych [Edwards 1998]. Co więcej, brak pełnej informacji o przewidywanych i warunkowych obciążeniach rezerw sprawiał, że ujawnianych danych nie traktowano jako w pełni miarodajnych. Kiedy więc prezes Banco de Mexico ogłosił 21 października, że rezerwy wynoszą 17,1 mld dolarów „wielu analityków – w tym niektórzy pracujący dla rządu Stanów Zjednoczonych – uważało, że bank zapożyczył się, aby zwiększyć poziom rezerw” [Edwards, 1998]. Choć uczestnicy rynków finansowych mogli podejrzewać, że rezerwy topniały w listopadzie i grudniu, to nie mogli tego potwierdzić, gdyż informacja na ich temat nie była ujawniana. Ponadto istotniejsza była całościowa informacja, tj. uwzględniająca związane z rezerwami zobowiązania. Udało się ją uzyskać dopiero w trakcie analizy przeprowadzonej przez ekspertów MFW już po upłynięciu kursu peso (22 grudnia 1994 r.). Okazało się, że rezerwy były znacznie niższe niż przypadające do spłaty w pierwszym kwartale 1995 r. zobowiązania z tytułu Tesobonos [Ito, 2007].

O tym, jak ważna jest dostępność pełnej informacji o rezerwach, można się przekonać, analizując ewolucję indeksu napięcia na rynku walutowym. Indeks obejmuje zmiany kursu walutowego, a także stóp procentowych i rezerw dewizowych, ponieważ presja na rynku może zostać zneutralizowana korektą polityki pieniężnej i/lub interwencjami walutowymi (o konstrukcji indeksu zob. np. Stavárek [2010]). Na rysunku 2c przedstawiono wartość tego indeksu narastająco w 1994 r. (np. poziom w maju obejmuje skumulowaną presję w okresie od stycznia do maja). Napięcie na rynku walutowym skokowo wzrosło po zabójstwie kandydata na prezydenta i do listopada utrzymywało się na poziomie ok. 20–30%. Ten obraz ulega zmianie, gdy w obliczeniach wykorzystano rezerwy skorygowane o zobowiązania z tytułu Tesobonos: presja narastała znacznie szybciej i już w lipcu zbliżyła się do 50%. Gdyby dane były jawne i publikowane regularnie, to władze zostałyby zmuszone do zmiany polityki pieniężnej zapewne już w drugim kwartale 1994 r., kiedy nadwyżka rezerw nad Tesobonos szybko się kurczyła, a skorygowany indeks napięcia zbliżał się do 50%. Warto przytoczyć słowa Dornbuscha i Wernera [1994], którzy wiosną 1994 r. nawoływali do dopuszczenia do silniejszej deprecjacji peso przez poszerzenie korytarza wahań kursowych i do podniesienia stopy procentowej: „[d]ezinflacja w połączeniu z przeszacowaniem waluty jest rozwiązaniem tymczasowym, które w końcu wyrządza wielką szkodę. Meksyk czeka takie smutne zakończenie, chyba że peso zostanie zdewaluowane”¹⁵.

¹⁵ Montiel [2012, s. 419] skomentował ich stanowisko następująco: „to jeden z nielicznych przypadków w niedawnej historii, gdy wydarzenie makroekonomiczne o takim znaczeniu zostało trafnie przewidziane w publicznych wystąpieniach wybitnych makroekonomistów”.

Rysunek 2. Rezerwy dewizowe, dług zewnętrzny i napięcie na rynku walutowym w Meksyku



Uwagi: 1) wskaźniki krótkoterminowego do łącznego długu zewnętrznego oraz rezerw do krótkoterminowego długu zewnętrznego opisują stan w grudniu danego roku; 2) wskaźnik rezerw do agregatu M2 obliczono jako średnią ruchomą w przedziałach pięciomiesięcznych; 3) komponenty wskaźnika presji na rynku walutowym ważono ich zmiennością; we wskaźnikach skorygowanych rezerwy zastąpiono różnicą między rezerwami a łączną wartością Tesobonos (wskaźnik A) lub w posiadaniu nierezydentów (wskaźnik B); w grudniu 1994r. wskaźniki zwiększyły się o 70 pkt proc. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Banco de Mexico (rezerwy dewizowe, agregat M2, zasób Tesobonos, kurs walutowy), bazy WDI (wskaźnik długu krótkoterminowego do długu razem oraz rezerw do długu krótkoterminowego) oraz bazy IFS (stopy procentowe).

Przedstawiona argumentacja skłania do postawienia dodatkowego pytania: skoro informacje podawane przez władze były niekompletne i istniały powody, by przypuszczać, że sytuacja może ulec pogorszeniu, to dlaczego fundusze inwestycyjne nie wycofały się z Meksyku? Najpierw należy zauważyć, że przynajmniej od stycznia 1994 r. inwestorów niepokoiła ograniczona dostępność wiarygodnych i aktualnych danych [Institutional Investor, 1994, podawane za Edwards 1998]. Górę wzięła jednak „katastrofalna krótkowzroczność” funduszy inwestycyjnych, które były zainteresowane sprzedażą własnych produktów finansowych i zainkasowaniem prowizji, oraz brak doświadczenia analityków decydujących o inwestycjach w Meksyku, którzy byli zbyt młodzi, aby pamiętać kryzys zadłużeniowy z 1982 r. [Griffith-Jones, 1997].

Nie bez znaczenia był fakt, że Meksyk, dzięki głębokim i odważnym reformom opartym na szerokim porozumieniu społecznym (Pakt Solidarności Gospodarczej, *Pacto*), był stawiany za wzór do naśladowania. Umacniało to „ślepią wiarę w rząd meksykański” i prowadziło do przekonania, że do kryzysu nie dojdzie [Raport, 1997].

Choć uczestnicy rynków finansowych bez wątpienia przyczynili się do wystąpienia kryzysu, to w świetle przedstawionych argumentów należy się zgodzić z Edwardsem [1998], że decyzja, aby nie prowadzić otwartej polityki informacyjnej, była „poważnym błędem, który podkopał wiarygodność władz”. Odwlekanie dewaluacji peso przez ograniczanie dostępu do danych o rezerwach dewizowych doprowadziło do „smutnego zakończenia”.

Kompletność i przejrzystość danych i kryzys w Tajlandii

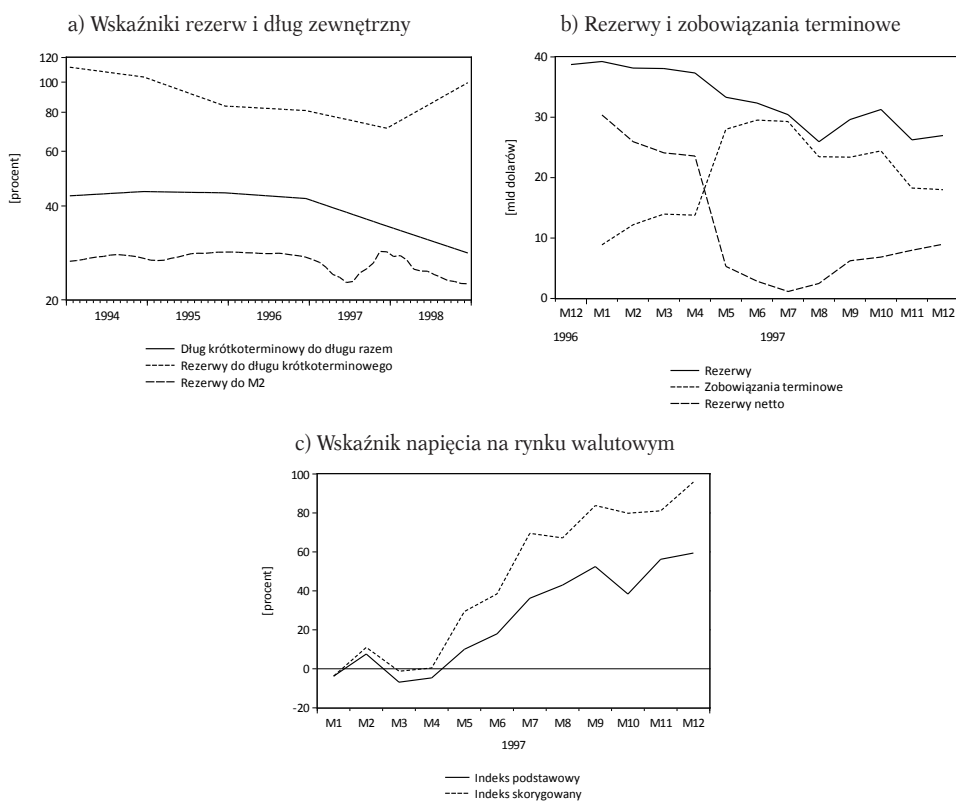
Latem 1997 r. w krajach Azji Wschodniej rozpoczął się poważny kryzys finansowy (szerzej o kryzysie zob. np. Sussangkarn i Vichyanond [2007]; Ostalecka [2009, s. 145–167]). Pierwszym krajem, który pogрузił się w kryzysie była Tajlandia. Porzucenie polityki utrzymywania stałego kursu walutowego przez władze Tajlandii 2 lipca 1997 r. nie było, w przeciwieństwie do upłynienia kursu meksykańskiego peso, zaskakujące dla uczestników rynków finansowych. Bank Tajlandii odpierał ataki spekulacyjne na kurs bahta od co najmniej pół roku, zanim podjęto decyzję o uwolnieniu kursu walutowego. Choć kilkunastoprocentowa dewaluacja bahta wydawała się uzasadniona – w obrotach bieżących występował znaczny deficyt, MFW zalecał uelastycznienie systemu kursu walutowego (obniżenie wagi dolara w koszyku walutowym), inwestorzy oczekiwali dewaluacji – Bank Tajlandii obawiał się, że gospodarka zostanie wciągnięta w wir niekorzystnych sprzężeń zwrotnych i uparcie bronił stabilności kursu oraz powstrzymywał się przed podwyżką stóp procentowych. Wyczekująca postawa Banku Tajlandii miała dodatkowe uzasadnienie: ostatecznie deficyt w obrotach bieżących był wynikiem decyzji podejmowanych przez działające racjonalnie podmioty sektora prywatnego, a rząd, inaczej niż w Meksyku, nie przyczyniał się do wzrostu zadłużenia zagranicznego¹⁶.

Przyjęty przez Bank Tajlandii wariant polityki miał dwie zasadnicze słabości. Po pierwsze, decyzje podmiotów sektora prywatnego niekoniecznie muszą być optymalne. W krajach Azji Wschodniej przynajmniej niektóre z tych decyzji były zniekształcone przez sieć powiązań między sektorem prywatnym i publicznym, którą nazwano „kapitalizmem koleśiów” [Krugman, 2001, s. 107]. Dorozumiane (nieformalne) gwarancje rządowe, którymi objęte były prywatne przedsięwzięcia inwestycyjne, stanowiły bodziec do podejmowania

¹⁶ Ten argument nazywany jest doktryną Lawsona. Nigel Lawson, brytyjski minister skarbu, argumentował, że wzrost deficytu w obrotach bieżących Wielkiej Brytanii z mniej niż 1% PKB w 1986 r. do ponad 5% w 1989 r. był wynikiem zachowań sektora prywatnego i nie powinien stanowić powodu do zmartwienia [Obstfeld, 2012].

nadmiernego ryzyka (pokusa nadużycia): w razie niepowodzenia inwestor mógł liczyć na nieformalne powiązania w kręgach politycznych i przerzucić koszty niepowodzenia na podatników. Wstrzemięźliwości w finansowaniu inwestycji nie można było oczekiwać od inwestorów zagranicznych, którzy mieli świadomość istnienia dorozumianych gwarancji rządowych. Innymi słowy, mimo że napływ kapitału był efektem decyzji podejmowanych przez podmioty prywatne, to stwarzał poważne zagrożenie dla stabilności całej gospodarki¹⁷.

Rysunek 3. Rezerwy dewizowe, dług zewnętrzny i napięcie na rynku walutowym w Tajlandii



Uwagi: 1) wskaźniki krótkoterminowego do łącznego długu zewnętrznego oraz rezerw do krótkoterminowego długu zewnętrznego opisują stan w grudniu danego roku; 2) wskaźnik rezerw do agregatu M2 obliczono jako średnią ruchomą w przedziałach pięciomiesięcznych; 3) komponenty wskaźnika presji na rynku walutowym ważono ich zmiennością; we wskaźniku skorygowanym rezerwy zastąpiono różnicą między rezerwami a zobowiązaniami terminowymi. Źródło: opracowanie na podstawie danych z Banku Tajlandii (rezerwy dewizowe, agregat M2, zobowiązania terminowe), bazy WDI (wskaźnik długu krótkoterminowego do długu razem oraz rezerw do długu krótkoterminowego) oraz bazy IFS (stopy procentowe, kurs walutowy).

¹⁷ Główny kontrargument wobec doktryny Lawsona sprowadza się do tego, że „linia oddzielająca dług publiczny od prywatnego ulega zatarciu właśnie w sytuacjach kryzysowych” [Obstfeld, 2012].

Po drugie, stabilizowanie kursu walutowego wymagało sięgnięcia po rezerwy dewizowe oraz sterylizacji monetarnych skutków interwencji walutowych. Między październikiem 1996 r. a kwietniem 1997 r. Bank Tajlandii stracił ponad 2,5 mld dolarów. Mogło to zostać odczytane jako przejaw pogarszającej się kondycji finansowej gospodarki – zwłaszcza, że rezerwy już w 1996 r. wystarczały na pokrycie zaledwie 80% krótkoterminowego zadłużenia zewnętrznego (rysunek 3a) – i w ten sposób osłabić zaufanie do gospodarki. Aby zminimalizować to ryzyko Bank Tajlandii dokonywał transakcji typu *swap*: nabywał dolary na rynku kasowym i zobowiązywał się do ich odsprzedaży (po z góry określonym kursie) na rynku terminowym. Dzięki tym transakcjom Bank Tajlandii mógł odzyskać rezerwy, które utracił, broniąc kursu bahta [Abe, 1999, s. 74]: wypożyczone dolary były bowiem księgowane jako rezerwy, natomiast zobowiązanie do ich zwrotu w przyszłości było operacją pozabilansową i jako takie nie zmniejszało oficjalnego zasobu rezerw (zob. też IMF [2009, pkt 6.102]).

Faktycznie jednak w gestii Banku Tajlandii pozostawał znacznie mniejszy zasób rezerw. Po odjęciu zobowiązań wynikających z zawartych transakcji *swap* poziom rezerw (netto) w kwietniu 1997 r. wynosił nie 37 mld dolarów, lecz 24 mld dolarów (rysunek 3b). Sytuacja uległa znacznemu pogorszeniu w maju, kiedy doszło do zmasowanego ataku funduszy hedgingowych na tajskiego bahta: rezerwy netto skurczyły się do 5,3 mld dolarów, a w czerwcu do 2,8 mld dolarów. Tajlandia roztrwoniła prawie wszystkie swoje rezerwy i dalsza obrona kursu bahta stała się niemożliwa [Abe, 1999, s. 74]. Kurs został uwolniony 2 lipca 1997 r., a rząd Tajlandii zwrócił się o pomoc do MFW¹⁸.

W przeciwieństwie do władz meksykańskich, Bank Tajlandii publikował informacje o stanie rezerw dewizowych. Informacja nie była jednak pełna, ponieważ nie ujawniano poziomu rezerw zamrożonych w transakcjach terminowych. Czyniono to celowo, aby rezerwy wydawały się większe niż w rzeczywistości, co zaburzało percepcję skali napięcia na rynku walutowym. Na rysunku 3c przedstawiono wartość wskaźnika presji na rynku walutowym narastająco w 1997 r. Majowy atak na bahta znalazł odzwierciedlenie we wzroście indeksu do 10%. Interesująca jest obserwacja, że wskaźnik skorygowany, do obliczenia którego wykorzystano rezerwy pomniejszone o zobowiązania terminowe, wynosił w tym samym czasie 30%. Był więc na poziomie, którego przekroczenie przez wskaźnik podstawowy w lipcu zbiegło się z wybuchem kryzysu. Gdyby Bank Tajlandii był zobowiązany do ujawniania poziomu rezerw netto, do korekty jego polityki doszłoby znacznie wcześniej, zapewne w maju, a być może już w marcu, kiedy MFW zalecał uelastycznienie kursu walutowego. Co prawda nie wiadomo, jak duże byłyby gospodarcze

¹⁸ Jedną z konsekwencji majowego ataku była dymisja ministra finansów. Nowy minister, po rozpoznaniu rzeczywistego stanu rezerw, postanowił nie dotrzymywać obietnicy o dokapitalizowaniu z publicznych środków największej tajskiej niebankowej instytucji finansowej Finance One. Banki zagraniczne i inwestorzy instytucjonalni poczuli się oszukani i kapitał zaczął odpływać, wymuszając lipcową dewaluację [King, 2001].

koszty osłabienia się bahta, ale byłyby raczej niższe niż faktycznie poniesione, ponieważ szybciej zlikwidowano by przeszacowanie bahta, a jego dalsza deprecjacja byłaby płytsza. Czynnikiem wzmacniającym deprecjację było bowiem ujawnienie w sierpniu 1997 r. danych o zobowiązaniach obciążających rezerwy dewizowe [Ito, 2007]¹⁹. Wynosiły one ponad 23 mld dolarów, tj. więcej niż łączna wartość środków przewidzianych w ogłoszonym w tym samym czasie programie pomocowym MFW (17,2 mld dolarów). Zdaniem Ito [2007] właśnie z tego względu ogłoszenie programu MFW nie zatrzymało deprecjacji bahta (szerzej o programie MFW zob. Lane i in. [1999]). Dodatkową korzyścią z wcześniejszej zmiany polityki byłoby to, że bank centralny dysponowałby rezerwami rządu prawie 25 mld dolarów (poziom netto z marca), a nie zaledwie jednym miliardem dolarów (poziom netto z lipca). Większe rezerwy wzmocniłyby jego pozycję w negocjacjach z MFW nad programem pomocowym²⁰. Co więcej, nie naruszono by prawnego wymogu, zgodnie z którym emisja pieniądza gotówkowego miała być zabezpieczona rezerwami dewizowymi [Abe, 1999, s. 74].

Jeszcze w kwietniu rezerwy netto stanowiły ponaddwukrotność gotówki w obiegu, by w lipcu spaść do zaledwie 10%. Był to czynnik, który dodatkowo podważał zaufanie do pieniądza krajowego i skłaniał do jego wymiany na waluty obce²¹. Zapewne Tajlandia nie uniknęłaby kryzysu finansowego, ale jego przebieg mógł być łagodniejszy, gdyby władze monetarne nie podejmowały gry na przeczekanie zawirowań finansowych przez upiększanie danych o faktycznym stanie rezerw dewizowych.

Struktura rezerw dewizowych i kryzys w Korei

Kryzys azjatycki rozszerzył się na Koreę pod koniec 1997 r. (szerzej na jego temat zob. np. Lee i Rhee [2007]; Małecki [2001]). Jeszcze w październiku kurs koreańskiego wona do dolara pozostawał względnie stabilny: deprecjacja wona nie przekroczyła 8% (względem poziomu w czerwcu) i była porównywalna z osłabieniem singapurskiego dolara (10%). Niepokój mogło budzić finansowanie deficytu w obrotach bieżących (4% PKB w 1996 r.) napływem kapitału krótkoterminowego²². W rezultacie udział krótkoterminowego długu zewnętrznego w łącznym zadłużeniu utrzymywał się na poziomie prawie 50%, co narażało gospodarkę na poważne kłopoty w razie ustania dopływu kapi-

¹⁹ Baht uległ deprecjacji o ponad 50% w drugiej połowie 1997 r., wyraźnie przestrzeliwując poziom równowagi: od lutego 1998 r. kurs wynosił ok. 40 bahtów za dolara (35% deprecjacja względem poziomu z czerwca 1997 r.).

²⁰ Zdaniem części ekonomistów program zawierał błędne zalecenia, np. nadmiernie restrykcyjną politykę budżetową, które pogłębiły recesję (zob. np. Sussangkarn i Vichyanond [2007]).

²¹ Chodzi o połączenie drenażu wewnętrznego i zewnętrznego. Szerzej na ten temat zob. Obstfeld i in. [2010].

²² Kapitałem tym finansowano także ujemne saldo inwestycji bezpośrednich. Od początku lat 90. koreańskie inwestycje za granicą były wyższe od zagranicznych w Korei, np. w 1996 r. o 2,3 mld dolarów.

tału (rysunek 4a). Czynnikiem dodatkowo osłabiającym odporność gospodarki na kryzys była jej struktura: dominowały wielkie koncerny (czebole) połączone siecią nieformalnych powiązań z bankami oraz władzami politycznymi (zob. szerzej Małecki [2001, s. 109 i n.]; Cho i Hong [2001]).

Choć gospodarka koreańska przeżywała pewne trudności – w pierwszych trzech kwartałach 1997 r. zbankrutowały cztery czebole spośród 30 największych, a dwa inne zawarły porozumienia z wierzycielami [Cho i Hong, 2001, tabela 10.11] – jej kondycja makroekonomiczna była dobra [IEO, 2003; Małecki, 2001, s. 113]. Kapitał zaczął jednak odpływać, co znalazło odzwierciedlenie m.in. w stopie refinansowania przypadających do spłaty kredytów zagranicznych zaciągniętych przez siedem głównych koreańskich banków komercyjnych, która spadła z 87% w październiku do 59% w listopadzie i zaledwie 32% w grudniu [Cho i Hong, 2001, tabela 10.9]. Stało się tak po pierwsze na skutek „zarażenia się” kryzysami w innych krajach. W lipcu 1997 r. uwolniono nie tylko kurs tajskiego bahta, ale także filipińskiego peso i malezyjskiego ringgita, a pasmo interwencji walutowych w Indonezji poszerzono [Ito, 2007]. W październiku doszło do ataku spekulacyjnego na walutę i giełdę papierów wartościowych Hongkongu. Wierzyciele koreańskich banków i koncernów mogli się więc obawiać, że celem kolejnych ataków stanie się mało elastyczny kurs koreańskiego wona²³. Po drugie, nie było jasne, czy w razie osłabienia się wona koreańscy pożyczkobiorcy będą w stanie obsługiwać zaciągnięte kredyty (niekorzystne efekty bilansowe). Po trzecie, jeden z głównych kandydatów na urząd prezydenta w grudniowych wyborach Kim Dae-Jung był postrzegany przez inwestorów finansowych jako osoba o chłodnym nastawieniu do kapitału zagranicznego i MFW [Ito, 2007].

W listopadzie odpływ kapitału przybrał na sile i Bank Korei, opierając się deprecjacji wona, interweniował na rynku walutowym. W rezultacie rezerwy dewizowe obniżyły się o 6 mld dolarów. Odpływ kapitału był jednak tak silny, że aby zapobiec ogłoszeniu utraty płynności przez koreańskie banki komercyjne, które nie były w stanie refinansować przypadających do spłaty kredytów zagranicznych, Bank Korei zdecydował się ulokować znaczną część swoich rezerw (9 mld dolarów) w zagranicznych oddziałach banków krajowych [Cho i Hong, 2001]. Tym samym, nadające się do użytku rezerwy dewizowe (na rysunku 4b rezerwy netto) stopniały w listopadzie nie o 6, a o 15 mld dolarów.

Wobec pogłębiającego się spadku zaufania do koreańskiej waluty i szybkiego wyczerpywania się rezerw dewizowych władze Korei zwróciły się do MFW o pomoc. Porozumienie ogłoszono 4 grudnia 1997 r., ale to nie zatrzymało ucieczki kapitału (szerzej o programie MFW zob. Lane i in. [1999]). Ito [2007] wskazał trzy powody tego niepowodzenia: 1) było już za późno, aby skorzystać z premii wiarygodności, którą daje zawarcie porozumienia z MFW; 2) wkrótce stało się jasne, że wielkość pomocy była za mała; 3) do prasy

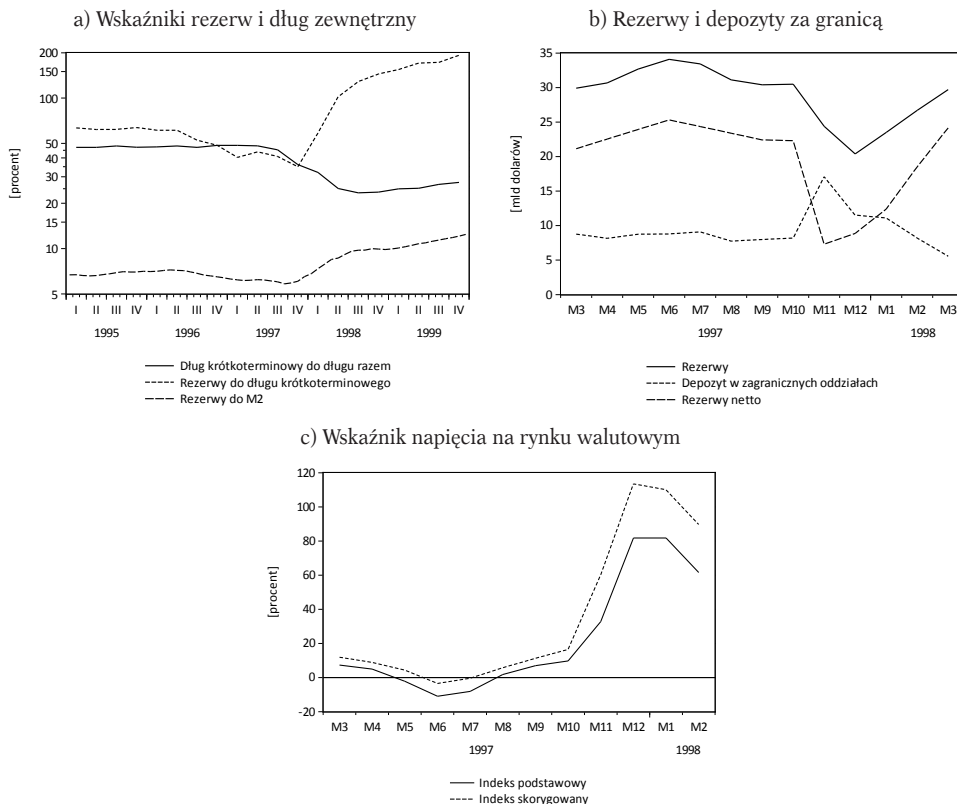
²³ Dewaluacje w innych krajach Azji prowadziły do względnego pogorszenia się konkurencyjności koreańskich przedsiębiorstw, osłabiając skłonność władz do obrony wona.

wyciekły informacje o poziomie rezerw dewizowych i krótkoterminowego długu, czego nie życzył sobie ani MFW, ani władze Korei w obawie o dalszą erozję zaufania²⁴. Niepewność panującą na rynkach finansowych udało się ograniczyć dopiero po 24 grudnia, a więc po tym, jak MFW i kraje grupy G7 zdecydowały się na wywarcie nacisku (słownej perswazji) na międzynarodowych wierzycieli Korei, aby zamrozili swoje należności na co najmniej miesiąc. Porozumienie z wierzycielami o restrukturyzacji zadłużenia zawarto w styczniu 1998 r. [Aschinger, 2008].

W Korei inaczej niż w Tajlandii nie próbowano upiększać danych przez ukrywanie zobowiązań obciążających rezerwy w transakcjach pozabilansowych, lecz zmieniono jedynie strukturę aktywów rezerwowych. Lokując depozyty w zagranicznych oddziałach banków krajowych, Bank Korei nie usiłował obejść definicji rezerw dewizowych zawartej w wytycznych MFW – depozyty tego rodzaju były pełnoprawną formą rezerw [Ito, 2007] – lecz ratował instytucje finansowe przed zawieszeniem przez nie obsługi zadłużenia zagranicznego. Niepożądanym efektem działań ratunkowych było skurczenie się zasobu rezerw, którymi bank centralny mógł swobodnie rozporządzać, np. broniąc kursu wona. Depozyty w zagranicznych jednostkach banków krajowych są bowiem zbliżone do roszczeń wobec rezydentów, a tych do rezerw dewizowych się nie zalicza. Podobieństwo polega na tym, że w czasie kryzysu maleje płynność takich aktywów (rezerwy dewizowe ulokowane w zagranicznych oddziałach banków zostały przez nie przeznaczone na spłatę zobowiązań zagranicznych). Ponadto, władze monetarne mogą się obawiać, że sięgając po te rezerwy, nasilą tylko problemy w sektorze finansowym.

Brak bieżących danych o strukturze rezerw utrudniał właściwą ocenę sytuacji, czego ilustrację stanowi rysunek 4c. Przedstawiono na nim wskaźnik napięcia na rynku walutowym narastająco od marca 1997 r. Presja rynkowa stopniowo się nasilała w całym drugim półroczu 1997, a w listopadzie zwiększyła się skokowo. Jeśli jednak uwzględnimy działania ratunkowe Banku Korei (wskaźnik skorygowany), to okazuje się, że skala napięcia na rynku walutowym wzrosła nie o 20, lecz o 40 pkt proc. Ta obserwacja, wraz z brakiem bieżących i wiarygodnych danych o bieżącym poziomie rezerw, krótkoterminowego zadłużenia i udziale złych długów w portfelach banków, pozwala zrozumieć, dlaczego sytuacja sprzyjała powstawaniu „najbardziej fantastycznych plotek i wzmagala niepewność” [Małecki, 2001, s. 115].

²⁴ Zdaniem Ito [2007] takie uzasadnienie (przedstawione przez ekspertów MFW) jest zastanawiające, gdyż niecałe pół roku wcześniej Stany Zjednoczone optowały za ujawnieniem stanu terminowych zobowiązań obciążających rezerwy dewizowe w Tajlandii. Argumentowano wówczas, że utrzymanie kluczowych statystyk w tajemnicy nie jest możliwe, a kiedy wyjdą one na jaw, dojdzie do spadku zaufania. Konkludując, Ito stwierdził, że jeżeli obawiano się dalszego spadku zaufania, należało zwiększyć wielkość pomocy dla Korei.

Rysunek 4. Rezerwy dewizowe, dług zewnętrzny i napięcie na rynku walutowym w Korei

Uwagi: 1) wskaźniki krótkoterminowego do łącznego długu zewnętrznego razem oraz rezerw do krótkoterminowego długu zewnętrznego opisują stan na koniec danego kwartału; 2) wskaźnik rezerw do agregatu M2 obliczono jako średnią ruchomą w przedziałach pięciomiesięcznych; 3) rezerwy netto w okresie marzec – wrzesień 1997 r. wyznaczono korzystając z danych na koniec poszczególnych kwartałów (liniowa interpolacja); 4) komponenty wskaźnika presji na rynku walutowym wazono ich zmiennością; we wskaźniku skorygowanym rezerwy zastąpiono różnicą między rezerwami a depozytami w zagranicznych oddziałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z KOSIS (rezerwy netto, dług zewnętrzny), bazy CEIC/IMF (agregat M2, stopy procentowe, kurs walutowy), OECD (rezerwy dewizowe), Kim [2000] (rezerwy netto).

Korea, podobnie jak Tajlandia, nie była prawdopodobnie w stanie uniknąć kryzysu finansowego – duży zewnętrzny dług krótkoterminowy, zwłaszcza w porównaniu z rezerwami dewizowymi, narażał gospodarkę na problemy z utrzymaniem płynności w razie nagłego ustania dopływu kapitału. Kryzys w Korei nosił znamiona głównie kryzysu płynności²⁵. Trudno więc kwestionować wykorzystanie rezerw do ratowania systemu finansowego. Ostatecznie

²⁵ Zdaniem Ito [2007] kryzys koreański był „najprawdopodobniej prawie czystą formą kryzysu płynności”. Według Cho i Honga [2001] w Korei doszło do „fundamentalnego kryzysu całego

banki centralne powstały po to, aby dbać o stabilność tego systemu. Polityka informacyjna Banku Korei pozostawiała jednak wiele do życzenia: brakowało przejrzystych informacji o bieżącym poziomie rezerw i o ich strukturze. Inwestorzy mogli się jedynie domyślać, jak bardzo zasób rezerw pozostających w faktycznej gestii władz monetarnych odbiega od oficjalnych statystyk. Niepewności w tym obszarze można było uniknąć.

Lekcje z kryzysów dla polityki informowania o rezerwach dewizowych

Kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących skłoniły władze tych krajów do dwojakiego rodzaju działań odnoszących się do rezerw dewizowych. Po pierwsze, rozpoczął się proces akumulacji rezerw na skalę, której dotąd nie obserwowano. W pewnej mierze proces ten wiązał się z rozpowszechnieniem się nowego wskaźnika adekwatności rezerw, który odnosił ich poziom do zobowiązań zagranicznych przypadających do spłaty w ciągu najbliższych 12 miesięcy (wskaźnik Guidotti'ego-Greenspana)²⁶. Kluczowe znaczenie dla procesu akumulacji rezerw miało jednak przeświadczenie, że pozwalają się one zabezpieczyć przed kryzysem. Innymi słowy, rezerwy gromadzono w celu zapobiegania kryzysom i łagodzenia ich przebiegu (motyw przezornościowy)²⁷.

Po drugie, większą uwagę zaczęto przywiązywać do terminowego i regularnego udostępniania danych opisujących kompleksowo zasoby płynnych środków walutach obcych. Celem wzmocnienia działań poszczególnych państw w tym względzie, a także dążąc do uniknięcia w przyszłości tak „nieprzyjemnych niespodzianek”, jaką był kryzys meksykański [Edwards, 1999], MFW uruchomił w kwietniu 1996 r. specjalny standard upowszechniania danych (SDDS)²⁸. Kraj, który decyduje się przestrzegać tego standardu, jest zobowiązany do gromadzenia danych opisujących cztery sektory gospodarki (realny, fiskalny, finansowy i zewnętrzny) w podziale na 21 kategorii. Jedną

systemu finansowego”, a nie tylko prostego kryzysu płynności polegającego na braku wystarczających rezerw dewizowych.

²⁶ MFW opracował nowy syntetyczny wskaźnik adekwatności (IMF [2011a]; zob. też Knap [2013]). Wskaźnik ten budzi jednak kontrowersje (zob. np. IEO [2012]).

²⁷ Szerzej o tym i o innych motywach zob. np. Aizenman i Lee [2007], Dąbrowski [2009; 2013]. O wykorzystaniu rezerw do łagodzenia przebiegu kryzysu zob. np. Bussière i in. [2015], Dąbrowski i in. [2015].

²⁸ Prace nad standardami upowszechniania danych gospodarczych i finansowych MFW rozpoczął w październiku 1995 r. Opracowany system ma konstrukcję dwupoziomową: ogólny system upowszechniania danych (General Data Dissemination System, GDDS) ma obejmować wszystkie kraje członkowskie MFW, natomiast SDDS te kraje, które posiadają dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych lub o niego zabiegają. Rada Zarządzająca MFW zatwierdziła standard SDDS w marcu 1996 r., a system GDDS w grudniu 1997 r. Więcej informacji na ich temat można znaleźć pod adresem: <http://dsbb.imf.org/Pages/SDDS/Home.aspx>. W 2012 r. MFW opracował standard SDDS Plus (obejmujący dziewięć dodatkowych kategorii danych), którego stosowanie zaleca krajom odgrywającym wiodącą rolę na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

z nich stanowi informacja o rezerwach dewizowych i płynności w walutach obcych. Wśród zalet regularnego prezentowania kompleksowych danych zgodnie ze standardem SDDS MFW wymienił: poddanie władz silniejszej kontroli społecznej; stworzenie warunków, które sprzyjają dokonywaniu z odpowiednim wyprzedzeniem korekt niedającej się utrzymać na dłuższą metę polityki; ograniczenie zjawiska zarażania się kryzysami finansowymi i zmienności na rynkach finansowych dzięki udostępnieniu pełniejszych informacji o faktycznej kondycji gospodarki [IMF, 2013, pkt 2].

Zarówno Tajlandia, jak i Korea wyraziły gotowość stosowania standardu SDDS jeszcze przed kryzysem azjatyckim (odpowiednio 9 sierpnia i 20 września 1996 r.). Władze tych krajów zrobiły jednak niewiele, aby poprawić dostępność i przejrzystość danych [Edwards, 1999], w szczególności nie ujawniano danych dotyczących struktury rezerw i obciążających je zobowiązań. Upublicznianie tych informacji było jedynie zalecane [Dominguez i in., 2012]²⁹. Reagując na kryzys azjatycki, MFW rozpoczął w grudniu 1997 r. prace nad zwiększeniem zakresu podawanych do publicznej wiadomości danych o rezerwach. Ich owocem było opracowanie (wspólnie z grupą roboczą Komitetu ds. Światowego Systemu Finansowego Grupy Dziesięciu) wzoru formularza danych o rezerwach, który został zatwierdzony w marcu 1999 r. [IMF, 2013, pkt A1.4–5]³⁰.

Ważnym następstwem przyjęcia standardu SDDS było zwiększenie przejrzystości danych odnoszących się do rezerw dewizowych oraz ograniczenie możliwości upiększania danych. W czasie ostatniego światowego kryzysu finansowego władze wielu gospodarek wschodzących publikowały kompleksowe dane o posiadanych rezerwach. Tendencja do prezentowania pozytywnych informacji znalazła natomiast ujście w zawieraniu porozumień typu *swap* z głównymi bankami centralnymi³¹. Tego rodzaju porozumienie nie zwiększa co prawda oficjalnych rezerw dewizowych, ale rozszerza pole manewru w polityce, gdyż bank centralny może swobodnie dysponować przyznanymi w ramach limitu kredytowego środkami. Do sztandarowych przykładów takich porozumień należą linie kredytowe otwarte przez System Rezerwy Federalnej (SRF) bankom centralnym Brazylii, Korei, Meksyku i Singapuru (każda na 30 mld dolarów), a także porozumienia zawarte między Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) a bankami centralnymi Polski i Węgier (odpowiednio 10 i 5 mld euro)³².

²⁹ Ponadto, od kwietnia 1996 r. do grudnia 1998 r. kraj mógł zadeklarować, że będzie stosował standard SDDS, mimo że praktyka upowszechniania danych nie w pełni odpowiadała jego wymogom [Dominguez i in., 2012].

³⁰ Warto dodać, że po kryzysie azjatyckim Bank Tajlandii zaczął publikować dane o pozycji walutowej netto wynikającej z zawartych transakcjach terminowych także w skróconym zestawieniu na temat struktury rezerw.

³¹ Podobną rolę odgrywały elastyczne linie kredytowe udostępnione przez MFW krajom o silnych i zdrowych gospodarkach. Skorzystały z nich jednak tylko Kolumbia, Meksyk i Polska (zob. szerzej IMF [2014]).

³² Na temat porozumień między bankami centralnymi krajów gospodarczo zaawansowanych, linii kredytowych otwartych przez Ludowy Bank Chin i inicjatywy Chiang Mai zob. m.in. Aizenman i in. [2011].

Choć omawiane porozumienia mogą się wydawać atrakcyjnym rozwiązaniem – dają dostęp do płynnych środków w walutach obcych w czasie kryzysu finansowego – zasadne jest sformułowanie kilku zastrzeżeń odnoszących się do ich szerszego wykorzystania w przyszłości. Po pierwsze, porozumienia zawierano jedynie z bankami centralnymi dużych gospodarek wschodzących. Instrument ten nie był więc stosowany powszechnie. Dominguez i in. [2012] ustalili, że SRF odmówił otwarcia tego rodzaju linii kredytowej przynajmniej jednej gospodarce azjatyckiej. Co więcej, zdaniem Aizenmana i in. [2011] „ekspozycja banków amerykańskich była najważniejszym kryterium otwarcia linii kredytowych” czterem gospodarkom wschodzącym przez SRF. Pasuje to do sformułowanej przez Jeanne’a [2012] hipotezy: te porozumienia były częścią większego pakietu ukierunkowanego na przywrócenie zaufania na Wall Street³³.

Po drugie, ustalone w tych porozumieniach limity były stosunkowo niskie w porównaniu z zasobem rezerw dewizowych. Na przykład w przypadku Korei rezerwy wynosiły ok. 240 mld dolarów we wrześniu 2008 r., a otwarta pod koniec października linia kredytowa zaledwie 30 mld dolarów. Obstfeld i in. [2009] argumentowali, że trudno jest utrzymywać, aby wielkości tego rzędu mogły być istotne, i otwarcie linii kredytowej należy raczej interpretować w kategoriach sygnału³⁴.

Po trzecie, jak dotąd nie udało się wykazać, aby istnienie porozumienia typu *swap* zmieniało w istotny sposób przebieg procesów gospodarczych. Aizenman i in. [2011] wykazali, że gospodarki wschodzące, których banki centralne zawarły takie porozumienia, nie różniły się od innych gospodarek pod względem głębokości nominalnej deprecjacji w czasie kryzysu³⁵. Bussière i in. [2015] badali koszt kryzysu lat 2008–2009 i doszli do wniosku, że choć akumulacja rezerw pozwoliła nieco złagodzić przebieg kryzysu, to jego koszt nie zależał w statystycznie istotny sposób od zawarcia porozumienia typu *swap*. Stosując odmienną metodologię, koszty kryzysu badali także Dąbrowski i in. [2015] i ustalili, że choć istnienie linii kredytowych typu *swap* zmniejszało te koszty to redukcja nie była statystycznie istotna.

Po czwarte, omawiane linie kredytowe zostały wykorzystane w niewielkim stopniu: Brazylia i Singapur w ogóle nie skorzystały z postawionych do dyspozycji środków, maksymalne zadłużenie Korei wynosiło ok. 16 mld dolarów, a Meksyku tylko 3 mld dolarów. W przypadku Polski i Węgier porozumienia

³³ Jeanne wysunął też trzy inne hipotezy: 1) obawiano się, że rezerwy spadną poniżej pewnego psychologicznego progu; 2) porozumienia stanowiły pozytywny sygnał o kondycji danej gospodarki; 3) porozumienia były sygnałem, że w razie potrzeby SRF jest gotowy pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji.

³⁴ Jedynie w przypadku Meksyku i Węgier porozumienia typu *swap* mogły mieć większe znaczenie, ponieważ zasób rezerw w tych krajach utrzymywał się poniżej bezpiecznego poziomu (wyznaczonego za pomocą prostego modelu wiążącego rezerwy z podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi).

³⁵ Przyznali jednak, że sytuacja na koreańskim rynku walutowym w 2008 r. uległa stabilizacji dopiero po zawarciu takiego porozumienia przez Bank Korei z SRF.

miały charakter transakcji typu *repo* i *de facto* pozwalały jedynie zwiększyć płynność posiadanych rezerw, a nie ich wielkość [IMF, 2011b; Financial Times, 2010; Ho i Michaud, 2008]. Wstrzemięźliwość w korzystaniu z linii kredytowych była spowodowana obawą o stygmatyzację: kraje wołały wysłać rynkom finansowym sygnał, że posiadają dostęp do takiej linii, ale nie muszą z niej korzystać [Aizenman i in., 2011]. Te zachowania pasują do szerszej hipotezy, zgodnie z którą władze monetarne gospodarek wschodzących bardziej obawiały się utraty rezerw (*fear of losing reserves*) niż płynności kursu walutowego (*fear of floating*) (Aizenman i Sun [2012]; zob. też Aizenman i Hutchinson [2012]; Dąbrowski [w przygotowaniu]).

Uwagi końcowe

Artykuł miał na celu przedstawienie zakresu znaczeniowego rezerw dewizowych i pojęć pokrewnych oraz zbadanie, w jakim stopniu jawność, przejrzystość i kompletność danych o rezerwach oddziaływały na przebieg kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących pod koniec ubiegłego stulecia, a także jak pod wpływem kryzysów zmieniła się praktyka informowania o rezerwach. Przeprowadzona analiza pozwala sformułować trzy główne wnioski.

Po pierwsze, z przeglądu literatury krajowej i zagranicznej wynika, że stosowana w niej w odniesieniu do rezerw dewizowych terminologia jest dość elastyczna, co rodzi ryzyko niepotrzebnych niejasności. Uwzględniając wytyczne MFW, literaturę z zakresu makroekonomii międzynarodowej, prawodawstwo oraz trudniej uchwytną intuicję językową, zaproponowano, aby za określenie synonimiczne względem aktywów rezerwowych uznać rezerwy dewizowe, natomiast rezerwy walutowe traktować jako pojęcie węższe. Dyscyplina językowa w tym względzie zwiększy przejrzystość opracowań naukowych: najczęściej wykorzystuje się w nich bowiem dane o aktywach rezerwowych, a nie o rezerwach walutowych.

Po drugie, studia przypadków, tj. kryzysów finansowych w Meksyku, Tajlandii i Korei w latach 90. XX w., uzasadniają hipotezę, że dostępność bieżących, przejrzystych i kompletnych danych o rezerwach dewizowych wpływa na dynamikę procesów gospodarczych. Konwencjonalne miary rezerw dewizowych (brutto) dają niepełny, a czasem wręcz wypaczony obraz stanu gospodarki. Z jednej strony taki obraz pozwala władzom monetarnym odkładać w czasie kosztowne z politycznego punktu widzenia decyzje (np. o wzroście stóp procentowych czy rezygnacji z kursu stałego), a z drugiej strony rodzi ryzyko gwałtownych zachowań ze strony uczestników rynków finansowych (np. ucieczka kapitału za granicę, zjawisko zarażania się kryzysami), kiedy odkryją, że błędnie interpretowali dane lub że nie podano im pełnych informacji o rezerwach.

Po trzecie, choć kryzysy były zjawiskami niekorzystnymi, to zgromadzone w ich następstwie doświadczenia zaowocowały pozytywnymi zmianami w zakresie polityki utrzymywania zewnętrznej równowagi makroekonomicznej.

Władze monetarne gospodarek wschodzących nie tylko zwiększyły zasób posiadanych rezerw dewizowych, ale także znacznie ulepszyły swoją politykę informacyjną w tym obszarze. W sukurs przyszedł im MFW, opracowując specjalny standard upowszechniania danych, który obejmuje kompleksowe informacje o poziomie i strukturze rezerw oraz o związanych z nimi zobowiązaniach. Co prawda, w sposób formalny nie zdefiniowano koncepcji rezerw dewizowych netto, ale dzięki wprowadzeniu wzoru formularza danych o rezerwach, który uwzględnił zarówno zasoby w walutach obcych, jak i obciążające je warunkowe i przewidywane zobowiązania, możliwa stała się pogłębiona ocena płynności w walutach obcych i odporności na wstrząsy zewnętrzne.

Mimo rozpowszechnienia się standardu SDDS nie wszystkie kwestie zostały jednoznacznie wyjaśnione. Przykładu dostarczają porozumienia typu *swap*, które były zawierane między bankami centralnymi w czasie ostatniego kryzysu finansowego. Niektóre banki (np. Brazylii i Meksyku) ujęły te porozumienia w części III.3 (a) formularza danych o rezerwach, tj. jako „niewykorzystane, bezwarunkowe linie kredytowe uruchomione przez banki centralne, inne narodowe władze monetarne, BIS, MFW i inne międzynarodowe organizacje (+)”, natomiast inne banki (np. Korei i Singapuru) tych porozumień w formularzu nie uwzględniły. Zaobserwowana rozbieżność nie miała związku z faktycznym wykorzystaniem linii kredytowych: banki centralne Meksyku i Korei korzystały z tych linii, a pozostałe dwa – nie. Wskazane byłoby ujednoczenie praktyki w zakresie ujmowania owych porozumień w podawanych do publicznej wiadomości danych.

Bibliografia

- Abe K. [1999], *Financial Crisis in Thailand*, w: *International Banking Crises: Large-Scale Failures, Massive Government Interventions*, red. B.E. Gup, Greenwood Publishing Group, Westport, Connecticut-London.
- Aizenman J., Hutchison M.M. [2012], *Exchange Market Pressure and Absorption by International Reserves: Emerging Markets and Fear of Reserve Loss During the 2008–2009 Crisis*, "Journal of International Money and Finance", vol. 31, no. 5, s. 1076–1091.
- Aizenman J., Jinjarak Y., Park D. [2011], *International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Complements?*, "International Review of Economics and Finance", vol. 20, s. 5–18.
- Aizenman J., Lee J. [2007], *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence*, "Open Economies Review", vol. 18, no. 2, s. 191–214.
- Aizenman J., Sun Y. [2012], *The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?*, "International Review of Economics and Finance", vol. 24, s. 250–269.
- Aschinger G. [1998], *An Economic Analysis of the East Asia Crisis*, "Intereconomics", vol. 33, no. 2, s. 55–63, <http://hdl.handle.net/10419/40236> (23.09.2014).
- Barwiński M., Bratkowski A., Rzeszutek E., Szpunar P., Szwaja R., Wyżnikiewicz D. [2003], *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, „Materiały i Studia”, nr 170, NBP, Warszawa.

- Bogołębska J. [2013], *Akumulacja rezerw walutowych jako determinanta nierównowagi na rachunku obrotów bieżących*, "International Business and Global Economy", no. 32, s. 40–53.
- Bussière M., Cheng G., Chinn M.D., Lisack N. [2015], *For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Times of Crises*, "Journal of International Money and Finance" (w druku).
- Calvo G.A., Mendoza E.G. [1996], *Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold*, "Journal of International Economics", vol. 41, no. 3–4, s. 235–264.
- Cho D., Hong K. [2001], *Currency Crisis of Korea: Internal Weakness or External Interdependence?*, w: *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, red. T. Ito, A.O. Krueger, NBER-EASE Volume 10, University of Chicago Press, Chicago, s. 337–373.
- Dąbrowski M.A. [2009], *Czy akumulacja rezerw dewizowych przez kraje Azji Wschodniej jest przejawem interwencjonizmu państwowego?*, „*Ekonomista*”, nr 2, s. 241–257.
- Dąbrowski M.A. [2013], *Kontrowersje wokół motywów akumulacji rezerw dewizowych przez gospodarki wschodzące*, referat przedstawiony na Kongresie Ekonomistów Polskich w dniach 28–29.11.2013, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa (w druku).
- Dąbrowski M.A. [2014], *Oddziaływanie akumulacji rezerw dewizowych na wzrost gospodarczy w krajach na średnim poziomie rozwoju*, „*Gospodarka Narodowa*”, nr 5, s. 81–111.
- Dąbrowski M.A., *Czy kryzysy finansowe zmieniają optymalny poziom rezerw dewizowych w gospodarkach wschodzących?* (w przygotowaniu do druku).
- Dąbrowski M.A., Śmiech S., Papiież M. [2015], *Monetary Policy Options for Mitigating the Impact of the Global Financial Crisis on Emerging Market Economies*, "Journal of International Money and Finance", vol. 51, s. 409–431.
- Dominguez K.M.E., Hashimoto Y., Ito T. [2012], *International Reserves and the Global Financial Crisis*, "Journal of International Economics", vol. 88, no. 2, s. 388–406.
- Dornbusch R., Werner A. [1994], *Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth*, "Brookings Papers on Economic Activity", vol. 1994, no. 1, s. 253–297.
- Edwards S. [1998], *The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?*, "The World Economy", vol. 21, s. 1–30.
- Edwards S. [1999], *On crisis prevention: Lessons from Mexico and East Asia*, w: *Financial Markets and Development: The Crisis in Emerging Markets*, red. A. Harwood, R.E. Litan, M. Pomerleano, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Financial Times [2010], *Behind Closed Doors at the ECB*, <http://ftalphaville.ft.com//2010/03/30/191041/behind-closed-doors-at-the-ecb/> (21.10.2014).
- Griffith-Jones S. [1997], *Causes and Lessons of the Mexican Peso Crisis*, Working Paper, no. 132, The United Nations University, World Institute for Development Economics Research, http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/previous/en_GB/wp-132/ (18.07.2014).
- Ho C., Michaud F.-L. [2008], *Central Bank Measures to Alleviate Foreign Currency Funding Shortages*, "BIS Quarterly Review", December, s. 14–15.
- IEO [2003], *The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil*, Independent Evaluation Office of the IMF, Washington D.C.
- IEO [2012], *International Reserves: IMF Concerns and Country Perspectives*, Independent Evaluation Office of the IMF, Washington D.C.
- IMF [2009], *Balance of Payments Manual*, IMF, Washington D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (08.04.2014).

- IMF [2011a], *Assessing Reserve Adequacy*, IMF, Washington D.C., <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf> (23.10.2014).
- IMF [2011b], *Hungary: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-By Arrangement*, Country Report no. 11/145, IMF, Washington D.C.
- IMF [2013], *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template*, IMF, Washington D.C., <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf> (28.06.2014).
- IMF [2014], *Review of Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and the Rapid Financing Instrument*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/012714.pdf> (21.10.2014).
- Institutional Investor [1994], *Transposition to Transparency*, "Institutional Investor", vol. 28, no. 1, s. 111–115.
- Ito T. [2007], *Asian Currency Crisis and the International Monetary Fund, 10 Years Later: Overview*, "Asian Economic Policy Review", vol. 2, no. 1, s. 16–49.
- Jeanne O. [2012], *The International Monetary System*, w: *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, red. O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, J. Stiglitz, IMF-The MIT Press, London-Cambridge, Massachusetts.
- Kim K.S. [2000], *The 1997 Financial Crisis and Governance: The Case of South Korea*, Working Paper no. 272, Helen Kellogg Institute for International Studies, University Of Notre Dame, <https://kellogg.nd.edu/publications/workingpapers/WPS/272.pdf> (23.09.2014).
- King M.R. [2001], *Who Triggered the Asian Financial Crisis?*, "Review of International Political Economy", vol. 8, no. 3, s. 438–466.
- Knap R. [2013], *W kwestii oceny optymalnego poziomu rezerw dewizowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia”, nr 57, s. 303–316.
- Knap R., Nakonieczna-Kisiel H. [2013], *Rezerwy dewizowe Polski na tle Unii Europejskiej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia”, nr 57, s. 287–302.
- Krugman P. [2001], *Wracają problem kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lane T., Ghosh A., Hamann J., Phillips S., Schulze-Ghattas M., Tsikata T. [1999], *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, IMF Occasional Paper 178, IMF, Washington D.C.
- Lee J.-W., Rhee C. [2007], *Crisis and Recovery: What We Have Learned from the South Korean Experience?*, "Asian Economic Policy Review", vol. 2, no. 1, s. 146–164.
- Małecki W. [2001], *Korea*, w: *Kryzysy walutowe*, red. W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Montiel P.J. [2012], *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Munyama K. [2008]. *Analiza funkcjonowania programów MFW na przykładzie udogodnienia na rzecz redukcji ubóstwa i wzrostu gospodarczego – PRGF (Poverty Reduction and Growth Facility)*, „Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy”, nr 1, s. 257–279, <http://www.kpsw.edu.pl/menu/pobierz/RE1/14Munyama.pdf> (15.07.2014).
- NBP [2005], *Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku polskiego w 2004 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

- NBP [2013], *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2012 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, <http://www.nbp.pl/statystyka/dwn/iip2012.pdf> (10.07.2014).
- NBP [2014], *Sprawozdanie z działalności NBP w 2013 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NIK [2014], *Zarządzanie przez Narodowy Bank Polski rezerwami dewizowymi*, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa, http://www.nik.gov.pl/plik/id,6226_vp,7985.pdf (14.04.2014).
- Obstfeld M. [2012], *Does the Current Account Still Matter?*, "American Economic Review: Papers & Proceedings", vol. 102, no. 3, s. 1–23.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. [2009], *Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008*, "American Economic Review: Papers & Proceedings", vol. 99, no. 2, s. 480–486.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. [2010], *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, "American Economic Journal: Macroeconomics", vol. 2, no. 2, s. 57–94.
- Ostalecka A. [2009], *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa.
- Raport [1997], *Lessons of the Mexican Peso Crisis*, raport sponsorowany przez Council on Foreign Relations, <http://www.cfr.org/financial-crises/lessons-mexican-peso-crisis/p132> (31.01.2015).
- Rybiński K. [2011], *Zarządzanie rezerwami walutowymi*, w: *Polityka pieniężna*, red. A. Sławiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, s. 229–238.
- SJP [1992], *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sławiński A., Dusza M. [1998], *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, „Bank i Kredyt”, nr 1–2, s. 4–15.
- Stavárek D. [2010], *Exchange Market Pressure and de Facto Exchange Rate Regime in the Euro-candidates*, "Romanian Journal of Economic Forecasting", vol. 2, s. 119–139.
- Sussangkarn C., Vichyanond P. [2007], *Ten Years After the Financial Crisis in Thailand: What Has Been Learned or Not Learned?*, "Asian Economic Policy Review", vol. 2, no. 1, s. 100–118.
- Szpringer Z. [2005], *Oficjalne aktywa rezerwowe i rezerwa na pokrycie zmian kursu złotego do walut obcych*, Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Informacja nr 1176.
- Wyźnikiewicz D. [2001], *Problemy określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych*, „Bank i Kredyt”, nr 1–2, s. 24–30.
- Żuławska U. [2001], *Meksyk*, w: *Kryzysy walutowe*, red. W. Małeckie, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (DzU 2013, poz. 908 ze zm.).
- Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe (DzU 2012, poz. 826 ze zm.).

THE QUALITY OF DATA ON FOREIGN EXCHANGE RESERVES AND ITS IMPACT ON FINANCIAL CRISES IN EMERGING MARKET ECONOMIES

Summary

The paper examines the definition of foreign exchange reserves and related concepts. It also investigates to what extent the transparency and completeness of foreign exchange reserve data affected the course of financial crises in emerging market economies in the 1990s. The author looks at how the practice of reserve data dissemination changed in the wake of these crises.

Three case studies of crises in Mexico, Thailand and South Korea show that conventional measures of foreign exchange reserves provide a partial and sometimes misleading picture of economic conditions, Dąbrowski says. According to the author, this enables decision makers to postpone costly decisions and contributes to the risk of sudden reactions on financial markets.

Financial crises have induced emerging market economies to substantially accumulate foreign exchange reserves and rearrange their policies on macroeconomic data dissemination by bringing them in line with IMF guidelines, the author argues. Under these guidelines, monetary authorities are required to publish data on gross reserves and on pre-determined and contingent net drains on foreign currency assets. This ensures a comprehensive picture of foreign currency liquidity and resilience to external shocks, Dąbrowski concludes.

Keywords: foreign exchange reserves, foreign currency liquidity, financial crisis, emerging market economy

JEL classification codes: F31, F41, E65
