Andrzej SŁAWIŃSKI*

Kierunki ewolucji międzynarodowego systemu walutowego**

Artykuł omawia dwa zjawiska charakteryzujące obecny etap ewolucji międzynarodowego systemu walutowego. Jednym z nich jest zapoczątkowanie procesu tworzenia tzw. nowej architektury międzynarodowego systemu finansowego [Eichengreen, 1998], a drugim powszechność odchodzenia przez kraje wschodzące od stosowania stałych kursów walutowych. Oba zjawiska były w dużej mierze efektem kryzysów walutowych, które dotknęły kraje wschodzące w latach 90. Szczególną rolę odegrały w tym względzie kryzysy walutowe w Azji Południowo-Wschodniej.

Kryzysy azjatyckie a reforma międzynarodowego systemu walutowego

Pojawienie się fali kryzysów walutowych w tym regionie świata było zjawiskiem nieoczekiwanym. Kryzysy walutowe wydarzyły się w krajach, których polityka gospodarcza była rozważna bądź za taką uważana. Wszystkie kraje regionu miały nadwyżki budżetowe. Tempo inflacji było niskie. Deficyty handlowe były stosunkowo nieduże. Mimo to ataki spekulacyjne nastąpiły.

Początkowo sądzono, że były to kryzysy walutowe drugiej generacji, skoro nie były wcześniej oczekiwane, a ich wybuch wydawał się tylko efektem splotu niekorzystnych okoliczności [Obsfeld, 1986, s. 72-81]. I w dużej mierze rzeczywiście tak było. Gospodarki azjatyckie nie wykazywały większych oznak słabości. Gdyby nie ataki spekulacyjne, kryzysy walutowe prawdopodobnie by w Azji nie wybuchły.

Początkowe zaskoczenie, że w ogóle nastąpiły, wynikało stąd, że ofiarą ataków spekulacyjnych padły podziwiane wcześniej tygrysy Wschodu, a więc kraje regionu, w których w ciągu ostatnich dziesięcioleci dokonał się niebywały wręcz postęp gospodarczy i cywilizacyjny. Późniejsze analizy kryzysów azjatyckich wykazały jednak, że pod powierzchnią dynamicznego rozwoju gospodarczego kryły się nie dostrzegane wcześniej słabości strukturalne.

Okazało się, że kryzysy walutowe w Azji były nie tylko efektem zbiegu niekorzystnych okoliczności. Przyczyną ich wybuchu była nie tylko aprecjacja dolara, do którego były stabilizowane waluty krajów regionu, i nie tylko wyraźny spadek popytu na ich eksport. Przyczyny leżały także wewnątrz gospodarek regionu i wynikały z niedostatecznej efektywności procesów inwestycyjnych.

* Andrzej Sławiński jest pracownikiem naukowym w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

** Opracowanie przygotowane dla Rady Społeczno-Gospodarczej przy Rządowym Centrum Studiów Strategicznych.

Badania empiryczne, przeprowadzone już po kryzysach walutowych w Azji, dały rezultat wręcz zaskakujący jak na kraje, które przez długie lata były niemal symbolem efektywności gospodarczej i nowoczesności. Okazało się, że w latach 90. inwestycje przynosiły w krajach azjatyckich przeciętnie niższą stopę zwrotu niż wynosił koszt pozyskania kapitału [Pomerleano, Zhang, 1999].

Główną przyczyną niedostatecznej efektywności inwestycji był brak zabezpieczeń instytucjonalnych, które chroniłyby gospodarki krajów azjatyckich przed nierozważnym zarządzaniem na szczeblu banków i przedsiębiorstw. Charakterystyczna dla gospodarek azjatyckich okazała się powszechność zjawisk *pokusy nadużycia* i *asymetrii informacji*, co tworzyło warunki sprzyjające podejmowaniu nadmiernego ryzyka na szczeblu *mikro*.

Z *pokusą nadużycia* mamy do czynienia w sytuacji, gdy podmioty gospodarcze zakładają, że ktoś inny naprawi negatywne skutki ich ryzykownych decyzji. W przypadku przedsiębiorstw *pokusy nadużycia* występuje na przykład wtedy, gdy sądzą one, że rząd pokryje ich ewentualne straty, jakie mogą powstać w następstwie realizacji ryzykownych projektów inwestycyjnych. W Azji Południowo-Wschodniej *pokusy nadużycia* wynikała z nadmiernego interwencjonizmu państwowego, rodzącego w przedsiębiorstwach przekonanie, że rząd wyratuje je z ewentualnych kłopotów. Również silne związki kapitałowe, występujące pomiędzy systemem bankowym i przedsiębiorstwami, sprawiały, że banki podporządkowywały często swe decyzje kredytowe nie tyle maksymalizowaniu własnych zysków, lecz konieczności finansowania ambitnych planów rozwojowych przedsiębiorstw.

Asymetria informacji bierze się stąd, że ten, kto lokuje kapitał, na przykład udzielając pożyczki, zazwyczaj nie ma pełnej informacji o tym, jakie ryzyko podejmuje druga strona. *Asymetria informacji* jest tym większa, im mniej wymagające są w danym kraju zasady prowadzenia księgowości i normy określające zakres i formę publikowania sprawozdań finansowych, zwłaszcza przez konglomeraty banków i przedsiębiorstw, takie jak na przykład koreańskie *chebole*.

Przy słabości nadzoru bankowego, co było charakterystyczne zwłaszcza dla krajów Azji Południowo-Wschodniej, *asymetria informacji* umożliwiała tamtejszym bankom podejmowanie nadmiernego ryzyka, ponieważ deponenci krajowi i zagraniczni pożyczkodawcy nie byli w stanie ocenić, na ile azjatyckie banki ryzykowały kredytując projekty inwestycyjne przedsiębiorstw, z którymi pozostawały w silnych związkach kapitałowych.

Najbardziej widocznym przejawem nierozważnego zarządzania na szczeblu *mikro* w krajach Azji Południowo-Wschodniej było nadmierne zadłużanie się przedsiębiorstw zarówno w kraju, jak i za granicą. Charakterystyczne dla kilku lat poprzedzających wybuch kryzysów walutowych było szybko rosnące krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne banków i przedsiębiorstw.

Z pozoru mogłoby się wydawać, że azjatyckie przedsiębiorstwa zaciągały za granicą duże kredyty krótkoterminowe dlatego, że zapewne nie miały możliwości zaciągnięcia ich w dostatecznej ilości w krajowym systemie bankowym. W rzeczywistości przyczyny były inne. Robiono tak głównie dlatego, że oprocentowanie kredytów zagranicznych było niższe. Dzięki obniżeniu kosz-

tów oprocentowania kredytu zneutralizowano wpływ, jaki malejąca wydajność wywierała na pogarszanie się wyników finansowych przedsiębiorstw [Cam-bell, Roper, 1999].

Rosnące szybko rozmiary zadłużenia azjatyckich przedsiębiorstw zaczęły rodzić obawy inwestorów. Zaczęto obawiać się, czy przy słabnącym od 1995 roku tempie eksportu i produkcji dochody azjatyckich przedsiębiorstw okażą się wystarczające, by poradziły sobie z ciężarem spłaty zwiększającego się szybko zadłużenia. Obawy te zwiększyły się w roku 1997, po opublikowaniu danych mówiących o znacznie szybszym, niż wcześniej oczekiwano, tempie zwiększania się krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego banków i przedsiębiorstw regionu. Wywołało to ostatecznie falę odpływu kapitału z Azji Południowo-Wschodniej, która stała się przyczyną całej serii kryzysów walutowych.

Okazało się zatem, że przyczyny wybuchu kryzysów walutowych w Azji były nie tylko zewnętrzne, co zakładały modele drugiej generacji. Leżały także wewnątrz gospodarek azjatyckich, co odpowiadało założeniom modeli pierwszej generacji, jakkolwiek z tą różnicą, że chodziło nie tyle o nierozważną politykę gospodarczą [Krugman, 1979, s. 311-325], lecz przede wszystkim o nierozważne zarządzanie na szczeblu *mikro*.

Gwałtowne zaburzenia, które miały miejsce na rynkach finansowych Azji Południowo-Wschodniej w roku 1997, zwróciły uwagę nie tylko na to, że przyczyną kryzysów walutowych może być kumulowanie się w gospodarce negatywnych zjawisk wywołanych nierozważnym zarządzaniem na szczeblu *mikro*. Stanowiły także ostrzeżenie, że w globalizującej się gospodarce światowej kryzysy walutowe w krajach wschodzących mogą mieć skutki szersze niż tylko regionalne, jak miało to jeszcze miejsce po kryzysie w Meksyku w roku 1995.

Kryzysy azjatyckie, które miały miejsce latem i jesienią 1997 roku, przyczyniły się do pogłębienia się recesji w całej gospodarce światowej. Wywołały odpływ kapitału ze wszystkich krajów wschodzących. W Rosji nastąpił tak znaczny spadek jej rezerw walutowych, że przyczyniło się to w niecały rok później do 70% dewaluacji rubla, ponieważ w trakcie ataku spekulacyjnego w sierpniu 1999 roku Bank Rosji nie miał już czym się bronić. Tak poważne konsekwencje kryzysów walutowych w Azji sprawiły, że to właśnie one były głównym czynnikiem, który zapoczątkował reformę międzynarodowego systemu walutowego.

Nowa architektura międzynarodowego systemu finansowego

Pod używanym dzisiaj powszechnie pojęciem *nowej architektury międzynarodowego systemu finansowego* kryją się przede wszystkim zmiany instytucjonalne, które mają sprzyjać zapobieganiu kryzysom walutowym w krajach wschodzących i zmniejszaniu gwałtowności ich przebiegu. Metodą zapobiegania kryzysom walutowym ma stać się stosowanie przez kraje wschodzące uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym reguł zarządzania na szczeblu *makro* i *mikro*. Metodą łagodzenia przebiegu kryzysów walutowych ma być tworze-

nie dla krajów dotkniętych kryzysem możliwości korzystania z linii kredytowych MFW, a także stworzenie im możliwości korzystania z pomocy kredytowej prywatnych inwestorów.

Zapobieganie kryzysom walutowym

Jak już zostało wcześniej powiedziane, kryzysy walutowe w krajach wschodzących były nie tylko efektem prowadzonej w poszczególnych krajach nierozważnej polityki gospodarczej, ale także – co ujawniło się ze szczególną ostrością w Azji – były następstwem nierozważnego zarządzania na szczeblu banków i przedsiębiorstw. Dlatego w literaturze i oficjalnych dokumentach, dotyczących *nowej architektury międzynarodowego systemu finansowego*, mówi się nie tylko o *kodeksach* właściwego postępowania, odnoszących się do polityki pieniężnej i fiskalnej, ale także o konieczności przestrzegania w skali międzynarodowej *standardów* zarządzania na szczeblu *mikro*, odnoszących się między innymi do zasad zarządzania ryzykiem finansowym, reguł prowadzenia księgowości i norm prawnych zapewniających bezpieczeństwo obrotu.

Zarządzanie na szczeblu *mikro* nie leżało wcześniej w polu widzenia MFW, który skupiał uwagę głównie na poprawności prowadzonej przez poszczególne kraje polityki gospodarczej. Dlatego reforma międzynarodowego systemu finansowego nie mogła być przeprowadzona samymi tylko siłami MFW. Rozbudowanie funkcji instytucji, która i tak znalazła się w ogniu krytyki za swą małą skuteczność w zapobieganiu kryzysom walutowym, było raczej wykluczone. Postanowiono więc rozwiązać problem reformy międzynarodowego systemu finansowego koordynując działania istniejących już organizacji.

Jedną z ważnych platform tej współpracy stało się utworzone w lutym 1999 roku Forum Stabilności Finansowej (FSF), działające pod auspicjami Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). Decydując się na takie rozwiązanie, wzięto pod uwagę bardzo pozytywne doświadczenia związane z działalnością Komitetu Bazylejskiego, który dokonał wcześniej tak wiele w dziedzinie rozpowszechnienia standardów dotyczących nadzoru bankowego.

W skład FSF wchodzi ministrowie finansów, prezesi banków centralnych i szefowie nadzoru bankowego krajów grupy G-7, powiększonej o kilka dodatkowych krajów, a także przedstawiciele MFW, Banku Światowego, OECD i BIS. Do prac FSF włączono także szereg innych organizacji, takich jak wspomniany wcześniej Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego (BSBC), Międzynarodowy Komitet ds. Standardów w Rachunkowości (IASC), Międzynarodowe Stowarzyszenie Nadzoru Ubezpieczeniowego (IAIS), Międzynarodowe Zrzeszenie Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO), oraz Komitet ds. Rozliczeń i Płatności (CPSS). Dodatkowo w pracach FSF biorą udział przedstawiciele Komitetu ds. Globalnego Systemu Finansowego (CGFS), zrzeszającego ekspertów z krajów grupy G-10 oraz części krajów wschodzących [www.bis.org].

Z przyczyn oczywistych niezbędne jest sprzężenie dyscypliny wynikającej ze stosowania uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym reguł postępowania z dyscypliną samego mechanizmu rynkowego. Warunkiem osiągnięcia ta-

kiego stanu rzeczy jest między innymi gromadzenie i stałe udostępnianie inwestorom wystandaryzowanej informacji o sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów. Celowi temu ma służyć utworzony przez MFW system SDDS (od: *Special Data Dissemination Standard*). Należy oczekiwać, że MFW będzie w przyszłości publikował także na przykład raporty dotyczące stosowanych w różnych krajach zasad rachunkowości i ich zgodności ze standardami zalecanymi przez Międzynarodowy Komitet ds. Standardów w Rachunkowości (IASC).

Dążenie do upowszechniania kodeksów właściwego postępowania w polityce gospodarczej i standardów zarządzania na szczeblu *mikro*, to nic innego jak dążenie do stworzenia i upowszechnienia jednolitych zasad podziału ryzyka, które powinny obowiązywać w skali międzynarodowej. Ostatecznym zatem celem reformy międzynarodowego systemu walutowego jest stworzenie warunków bezpieczeństwa obrotów na tworzącym się globalnym rynku finansowym, by mniej było powodów do nagłych odpływów kapitałów.

Standardy zarządzania ryzykiem na szczeblu *mikro* były już od dłuższego czasu stosowane w skali międzynarodowej w przypadku instytucji finansowych, co odnosiło się zwłaszcza do zalecanych przez Komitet Bazylejski, a wymaganych przez krajowe nadzory bankowe, wskaźników adekwatności kapitałowej, które obligują banki do stałego dostosowywania wielkości ich potencjalnych strat do wielkości posiadanych kapitałów. Kryzysy azjatyckie wykazały tylko jak bardzo jest potrzebne, by powszechność stosowania tych wskaźników objęła szybciej wszystkie kraje wschodzące, a nie tylko te, w których wzmocnienie nadzoru było następstwem bolesnych kryzysów bankowych, jak miało to wcześniej miejsce w Chile, Argentynie i Meksyku.

Kryzysy azjatyckie wykazały także potrzebę promowania zasad skutecznego i rozsądnego zarządzania nie tylko w bankach, ale również w przedsiębiorstwach. Dlatego między innymi, oprócz Forum Stabilności Finansowej, utworzono w roku 1999 także Globalne Forum ds. Zarządzania Firmą [www.gcgf.org]. Promowane przez Forum reguły zarządzania dotyczą nie tylko konieczności stosowania się przedsiębiorstw w krajach wschodzących do międzynarodowych standardów rachunkowości i zasad sprawozdawczości finansowej, co zmniejszyłoby skalę występowania w ich gospodarkach zjawiska *asymetrii informacji*. Zwraca się uwagę także na konieczność zapewnienia skutecznej kontroli udziałowców nad zarządami firm oraz potrzebę wykorzystania dyscypliny rynku kapitałowego. To ostatnie mają zapewnić między innymi jasne zasady przemówienia firm i ochronę praw inwestorów [OECD Principles...].

Łagodzenie przebiegu kryzysów

Potrzeba stworzenia warunków bezpieczeństwa obrotu na globalnym rynku finansowym jest tak oczywista, że prędzej czy później uzgodnione na szczeblu międzynarodowym standardy zarządzania będą powszechnie stosowane i nie wystąpią tu jakieś poważne trudności. Inaczej rzecz się ma z problemem tworzenia krajom wschodzącym dostępu do kredytów w sytuacjach kryzysowych, by nie stawały się one zbyt łatwą ofiarą ataków spekulacyjnych. Poja-

wiają się tu bowiem dwa trudne problemy. Pierwszy z nich to kwestia pełnienia przez MFW roli pożyczkodawcy ostatniej instancji, a druga, jeszcze trudniejsza, to skłonienie prywatnych inwestorów, by zamiast panicznie uciekać z zagrożonego kryzysem kraju udzielali mu pomocy kredytowej.

Dostarczenie kredytów krajowi dotkniętemu kryzysem jest ważne dlatego, że w sytuacji, w której rezerwy banku centralnego spadają do zbyt niskiego poziomu i rynek przestaje widzieć dno spadku kursu walutowego, dewaluacja danej waluty może przybrać bardzo dużą skalę, jak zilustrował to przebieg kryzysów walutowych w Meksyku i Azji.

Pomoc kredytowa MFW uratowała Meksyk i kraje Azji Południowo-Wschodniej przed przekształceniem się kryzysów walutowych w poważne kryzysy bankowe. Przyszła jednak za późno, by mogła uratować waluty poszczególnych krajów przed głębokimi dewaluacjami. Przyszła za późno dlatego, że musiała być uwarunkowana, co było zgodne z dotychczasowymi zasadami działania MFW. Zanim uzgodniono warunki udzielenia przez MFW takiej pomocy, następowały głębokie dewaluacje walut, które nie były wcześniej silnie przeszacowane. Szanse na zmniejszenie skali spadku kursów walut w poszczególnych krajach występowałyby w sytuacji, w której istniałyby linie kredytowe MFW, które mogłyby być automatycznie wykorzystywane przez kraje dotknięte kryzysem.

Krajem, który namawiał MFW do udostępnienia linii kredytowych krajom członkowskim, była Argentyna. Było tak dlatego, że dla Argentyny problem uzupełniania rezerw walutowych jest szczególnie ważny; ze względu na występujące w stosowanym przez nią systemie izby walutowej silne i bezpośrednie przełożenie spadku rezerw na ryzyko powstania kryzysu płynności w jej systemie bankowym.

W roku 1995 odpływ kapitału z Argentyny, jaki miał miejsce w następstwie kryzysu walutowego w Meksyku, był tak gwałtowny, że przekształcił się w kryzys walutowy. Stało się tak w dużej mierze dlatego, że inwestorzy bali się załamania się systemu bankowego kraju, w którym bank centralny nie ma prawa udzielać bankom kredytów refinansowych. Wprawdzie argentyńskie peso uratowała przed dewaluacją pomoc kredytowa MFW, która akurat w przypadku Argentyny przyszła stosunkowo szybko, ale i tak przyszła za późno, by zapobiec krótkotrwałemu wprawdzie, ale poważnemu kryzysowi płynności w argentyńskim systemie bankowym, połączonemu z panicznym wycofywaniem wkładów przez ludność.

Chcąc zmniejszyć obawy inwestorów, że sytuacja tego rodzaju mogłaby się powtórzyć, Argentyna zawarła, po kryzysie walutowym w roku 1995, umowy z dużymi bankami międzynarodowymi o otwarciu dla niej linii kredytowych w wysokości 7 miliardów dolarów, co odpowiadało 10% wielkości depozytów ulokowanych w argentyńskich bankach [Pou, 1997]. Zwiększyło to wprawdzie zaufanie inwestorów do stabilności finansowej Argentyny, ale korzystanie z linii kredytowych w bankach komercyjnych było kosztowne i nie było pewności, czy w sytuacji kryzysowej nie wycofają się one z przyjętych zobowiązań, decydując się raczej na wypłacenie kar za niedotrzymanie umowy niż dzielenie kłopotów z krajem dotkniętym kryzysem finansowym.

Dlatego w roku 1995 właśnie Argentyna proponowała MFW stworzenie krajom członkowskim możliwości korzystania z linii kredytowych Funduszu, licząc, że warunki ich wykorzystania będą bardziej korzystne niż w przypadku linii kredytowych otwieranych przez banki prywatne. Dopiero jednak w roku 1998 Fundusz stworzył taką możliwość krajom członkowskim w postaci CCL (*contingent credit line facility*).

Znamiennie jest także, że przez długi czas żaden z krajów członkowskich, nie wyłączając Argentyny, nie skorzystał z tej możliwości. Było tak dlatego, że warunki dostępu do CCL okazały się bardzo wymagające. Na dostęp do CCL może liczyć tylko kraj, którego polityka makroekonomiczna spełnia bardzo wymagające kryteria i w momencie uzyskiwania linii kredytowej nie uczestniczy on w programie dostosowawczym MFW. Wobec takich warunków, Argentyna zdecydowała się na dalsze korzystanie z oferowanego przez Fundusz przedłużenia kredytu *stand-by* w postaci utworzonego w roku 1997 tzw. SRF (*supplementary reserve facility*), rezygnując z ubiegania się o CCL.

Mimo że początkowo nie było chętnych do korzystania CCL, to jest to jednak rozwiązanie, które będzie dominowało w przyszłości. Wiele mówiąca w tym względzie jest jego konstrukcja, z której wynika, że rzecz jest wyraźnie zaprojektowana dla potencjalnych *niewinnych ofiar* przyszłych kryzysów walutowych, a więc dla krajów, z których kapitał odpływa z przyczyn przez nie same niezawinionych.

Udzielanie przez Fundusz kredytów w formie linii kredytowych rodzi bardzo trudne kwestie, związane głównie z problemem *pokusy nadużycia*. Ilustracją tego był kryzys walutowy w Rosji. Inwestorzy, skuszeni bardzo wysokimi stopami zwrotu, kupowali papiery skarbowe kraju, który był na krawędzi kryzysu walutowego. Podejmowali związane z tym ryzyko, ponieważ liczyli – nieślusnie, jak się później okazało – że Rosja otrzyma podobnie dużą pomoc kredytową, jaką otrzymały wcześniej od MFW Meksyk i kraje Azji Południowo-Wschodniej.

Przykład kryzysu walutowego w Rosji pokazuje, że gdyby kraje wschodzące uzyskały możliwość zbyt łatwego dostępu do linii kredytowych MFW, ryzyko powtórzenia się takiej sytuacji by znacznie wzrosło. Między innymi dlatego warunki dostępu do CCL są bardzo rygorystyczne.

Nie zmienia to jednak faktu, że utworzenie CCL jest symptomem, iż Fundusz powoli, ale wyraźnie zmierza w kierunku pełnienia roli pożyczkodawcy ostatniej szansy w skali globalnej, jakkolwiek na nie uwarunkowaną pomoc kredytową będą mogły liczyć tylko te kraje, co do których nie będzie wątpliwości, że przestrzegają uzgadnianych obecnie *kodeksów i standardów* zarządzania na szczeblu *makro i mikro*.

Charles Wyplosz określa tę ewolucję jako przechodzenie od ustalania *ex post* warunków udzielania kredytów MFW, a więc dopiero po powstaniu konieczności ich udzielenia, do ustalania takich warunków *ex ante*, a więc wcześniejszego określania kryteriów, które powinien spełniać dany kraj, by mógł mieć prawo do wykorzystania kredytów MFW w wybranym przez siebie momencie [Wyplosz, 1998].

Proces dochodzenia do takiego stanu rzeczy będzie zapewne dość długi, ponieważ kraje wschodzące będą musiały spełniać bardzo wymagające kryteria. Tym niemniej szanse na tego rodzaju ewolucję wydają się duże, chociażby ze względu na korzyści, jakie mogłaby ona przynieść.

Podstawową korzyścią byłaby możliwość dostatecznie wczesnego korzystania przez kraje wschodzące z kredytów MFW i nie odciągania momentu ich wykorzystania do powstania sytuacji kryzysowej. Powstałaby szansa na łagodzenie spadków kursów walut w sytuacjach kryzysowych. Zwiększyłyby się dzięki temu szanse na uniknięcie powtórzenia się sytuacji, w której kryzysy walutowe przekształcały się w kryzysy finansowe i pociągały za sobą mniej lub bardziej długotrwałą recesję. Ograniczyłoby to znacznie konsekwencje ewentualnych przyszłych kryzysów walutowych, podobnie jak stało się to w Europie w roku 1992, gdy kraje członkowskie Europejskiego Systemu Walutowego mogły w trakcie ówczesnych kryzysów walutowych korzystać z krótkoterminowych kredytów uzyskiwanych w ramach systemu VSTF (*Very Short Term Financing*).

Trudno jest natomiast ocenić, na ile realistyczne są postulaty zwiększania roli prywatnych inwestorów w rozwiązywaniu problemów powstałych w wyniku kryzysów walutowych.

Punktem wyjścia, przy sformułowaniu takiego postulatu, jest konstatacja, że inwestorzy są świadomi ryzyka, jakie podejmują angażując kapitał na rynkach krajów wschodzących. Skoro tak, to powinni z góry umówić się z określonym krajem, jakie kroki zostaną podjęte, jeśli kryzys walutowy rzeczywiście się wydarzy. Istnieje bowiem potencjalna szansa, że uniknięto by dzięki temu towarzyszącej kryzysowi paniki na rynkach finansowych, co zmniejszyłoby koszty kryzysu dla obu stron.

Początki takiej współpracy widoczne są w kilku krajach, między innymi w Argentynie i Meksyku, gdzie powstały organizacyjne załączki stałej współpracy władz monetarnych z inwestorami. Ma to przynieść lepsze niż w przeszłości panowanie obu stron nad przebiegiem ewentualnego kryzysu finansowego. Trudno jednak na razie ocenić, na ile daleko rzecz rzeczywiście wyjdzie poza stałą wymianę informacji.

W sytuacji, w której coraz większa część napływu kapitału zagranicznego przybiera postać zakupu przez inwestorów obligacji danego kraju, wiele mówi się także na temat umieszczania w umowach, dotyczących emisji obligacji, klauzuli zobowiązującej inwestorów do zgodnego działania w trakcie negocjacji z władzami monetarnymi kraju dotkniętego kryzysem. Zamieszczanie klauzuli tego rodzaju (*collective bargaining clause*) niewątpliwie umożliwiłoby zmniejszenie kosztów ewentualnych kryzysów walutowych. Jest jednak mało prawdopodobne, że w najbliższej przyszłości takie rozwiązanie rzeczywiście będzie stosowane. Przebieg negocjacji w sprawie zadłużenia Rosji świadczy, jak trudne jest pogodzenie interesów dużych inwestorów, którzy są skłonni iść na ustępstwa, mając na uwadze swoje długofalowe interesy w jakimś kraju, z interesami mniejszych inwestorów, którzy traktują zakup określonych papierów wartościowych.

Odchodzenie krajów wschodzących od stosowania kursów stałych

Kryzysy walutowe w Azji Południowo-Wschodniej nie tylko przyczyniły się podjęcia nowego etapu reformy międzynarodowego systemu walutowego. Przyczyniły się również do przyspieszenia procesu odchodzenia przez kraje wschodzące od stosowania stałych kursów walutowych. Było tak dlatego, że kryzysy azjatyckie zwróciły uwagę na te zagrożenia, związane ze stosowaniem kursów stałych przez kraje wschodzące, które były wcześniej mniej widoczne i mniej brane pod uwagę.

Zagrożenia związane ze stosowaniem kursów stałych przez kraje wschodzące

W przypadku kryzysu walutowego w Meksyku negatywne konsekwencje stosowania stałego kursu walutowego były łatwo dostrzegalne. Przejawiły się szybko w formie znacznej realnej aprecjacji meksykańskiego peso. W bilansie płatniczym Meksyku już w roku 1992 pojawił się niepokojąco duży deficyt handlowy, który już wtedy stał się przyczyną rosnących obaw inwestorów o możliwość dewaluacji peso. Stałe utrzymywanie się obaw tego rodzaju przyczyniło się do gwałtowności późniejszego kryzysu walutowego, który wybuchł w grudniu 1994 po tym, jak opublikowano informację o spadku rezerw walutowych Meksyku w skali, której wcześniej nie oczekiwano. Wcześniejsze obawy o możliwość dewaluacji peso przyczyniły się do szybkiego powstania paniki wśród inwestorów, niezależnie od tego, że jej bezpośrednią przyczyną były obawy, że rząd Meksyku nie zdoła wykupić wyemitowanych wcześniej bonów skarbowych, które były denominowane w dolarach amerykańskich.

W krajach Azji Południowo-Wschodniej skutki stosowania stałych kursów walutowych nie ujawniły się od razu. Nie ulega jednak wątpliwości, że stosowanie kursów stałych przyczyniło się do wybuchu kryzysów walutowych w Azji. Najogólniej rzecz ujmując, stosowanie stałych kursów walutowych tworzyło w gospodarkach Azji Południowo-Wschodniej sytuację, w której władze monetarne poszczególnych krajów nie widziały konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej, mimo że obiektywnie istniała taka potrzeba.

Było tak dlatego, że w małych otwartych gospodarkach regionu stałe kursy walutowe zapewniały stabilność cen, mimo presji popytu wywołanej szybkim wzrostem produkcji. Z kolei, proeksportowy charakter gospodarek regionu powodował, że szybki wzrost gospodarczy nie pociągał za sobą powstawania dużych deficytów handlowych. W sytuacji tego rodzaju władze monetarne poszczególnych krajów nie były przekonane o konieczności podnoszenia stóp procentowych i wyhamowywania rosnącej szybko akcji kredytowej.

Staość kursu walutowego zachęcała także azjatyckie przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów w walutach obcych. Powstało w tym względzie swoiste błędne koło. Przedsiębiorstwa pożyczaly za granicą bez zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym, ponieważ widziały, że rosną w ich krajach rezerwy wa-

lutowe, co – jak zakładały – minimalizowało ryzyko ewentualnej dewaluacji. Azjatyckie przedsiębiorstwa nie brały pod uwagę tego, że to ich zadłużanie się za granicą było główną przyczyną wzrostu rezerw walutowych. Nie zdawały sobie sprawy z tego, że wystarczyłoby ustanie dopływu zagranicznych kredytów krótkoterminowych, by rezerwy walutowe banku centralnego spadły do poziomu, przy którym nie byłby on w stanie obronić kursu walutowego przed ewentualnym atakiem spekulacyjnym.

Staość kursu walutowego była także przyczyną dużego napływu kapitału zagranicznego, przyciągniętego wzrostem kursów akcji na giełdzie i cen na rynku nieruchomości. Został uruchomiony mechanizm *akceleratora finansowego*, ponieważ wzrost cen akcji i cen nieruchomości powodował zwiększenie się wartości aktywów przedstawianych w bankach jako zastaw pod zaciągane kredyty [Bernanke, Gertler, Gilchrist, 1996, s. 1-15]. Zwiększało to dostępność kredytu, jakkolwiek później stało się jedną z przyczyn kryzysów bankowych, gdy w następstwie kryzysu walutowego i raptownego odpływu kapitału pękały bąble spekulacyjne na giełdach i rynkach nieruchomości krajów Azji Południowo-Wschodniej, co powodowało raptowne spadki cen akcji i nieruchomości. Gdy w następstwie kryzysu walutowego i wywołanej nim recesji gwałtownie zwiększyła się liczba nie spłacalnych kredytów, banki nie były w stanie w pełni zrekompensować swych strat sprzedając zastawione przez pożyczkobiorców papiery wartościowe i nieruchomości [Sławiński, s. 38-40].

Warto zresztą w tym miejscu podkreślić, że samo powstanie bąbli spekulacyjnych na giełdach papierów wartościowych krajów Azji Południowo-Wschodniej także miało pośrednio związek ze stosowaniem przez nie stałych kursów walutowych. I w tym przypadku związek ten wynikał stąd, że w małych otwartych gospodarkach staość kursu walutowego zapewniała stabilność cen nawet przy stosunkowo ekspansywnej polityce pieniężnej. Umożliwiała to bowiem rządowi i bankom centralnym regionu przyjmowanie optymistycznego założenia, że przyczyną *boomu* na giełdzie był wzrost wydajności produkcji, a nie ekspansywna polityka pieniężna, stwarzająca obfite źródła taniego kredytu, co umożliwiało łatwe finansowanie operacji spekulacyjnych. Odsuwano w ten sposób obawy, że trwający na giełdzie wzrost kursów akcji to tworzący się na niej bąbel spekulacyjny. Uznawano, że nie ma potrzeby podejmowania niepopularnych decyzji o zaostrzeniu polityki pieniężnej.

Generalnie zatem, stosowanie stałych kursów walutowych stworzyło w krajach azjatyckich warunki, w których władze monetarne nie zaostrzały polityki pieniężnej, mimo że było to obiektywnie potrzebne dla ograniczenia zwiększającej się szybko akcji kredytowej, a także dla wyhamowania spekulacyjnego wzrostu kursów akcji i cen nieruchomości.

Pasywność polityki pieniężnej sprawiała, że stale zwiększały się potencjalne koszty ewentualnej sytuacji kryzysowej. W pewnym więc sensie, nie tylko na giełdzie, ale w całej gospodarce danego kraju tworzył się swoisty bąbel spekulacyjny, ponieważ narastały zjawiska, które – jak na przykład szybko rosnące zadłużenie przedsiębiorstw – prędzej lub później musiały ulec odwróceniu.

Rozpowszechnienie się kursów płynnych i izb walutowych

Kryzysy walutowe w Azji Południowo-Wschodniej, a także wcześniejszy kryzys walutowy w Meksyku, przyczyniły się do rozpowszechniania się płynnych kursów walutowych w krajach wschodzących [Global Economics, 1998/99, s. 133-134]. Miało to stworzyć szansę uniknięcia potencjalnych zagrożeń, jakie wiążą się ze stosowaniem stałych kursów walutowych. Zwiększone ryzyko kursowe miało ograniczyć negatywne oddziaływanie przepływów spekulacyjnych kapitałów krótkoterminowych. Miało także zniechęcić przedsiębiorstwa krajowe do nadmiernego zadłużania się za granicą.

Ze względu na krótki okres funkcjonowania kursów zmiennych w krajach wschodzących, trudno jest ocenić na ile nadzieje, związane z ich zastosowaniem, zostały rzeczywiście spełnione. Pojawiły się natomiast pierwsze wątpliwości.

Pojawił się mianowicie trudny do rozwiązania problem, polegający na tym, że przedsiębiorstwa krajowe gorzej radzą sobie z zarządzaniem ryzykiem kursowym niż inwestorzy zagraniczni. Dlatego kraje wschodzące zaczęły wykorzystywać politykę stopy procentowej do ograniczania wahań kursu walutowego, tym bardziej że okazywało się to potrzebne dla stabilizowania inflacji. W sytuacji, w której władze monetarne poszczególnych krajów stabilizowały kurs walutowy, za pomocą polityki stopy procentowej, musiały zacząć dostosowywać również krajowe stopy procentowe do poziomu stóp za granicą. Korzyści z zastosowania kursu zmiennego – w postaci zwiększonej autonomii polityki pieniężnej – okazywały się w tych warunkach mniejsze niż wcześniej oczekiwano. Na dodatek trzeba było utrzymywać relatywnie wyższe stopy procentowe, ponieważ w warunkach zwiększonej zmienności kursu walutowego inwestorzy żądali większej premii za ryzyko [Eichengreen, Hausmann, 1999].

Kryzysy walutowe sprawiły, że sposobu zmniejszenia ryzyka ataku spekulacyjnego upatrywano także w stosowaniu izb walutowych. Rozwiązanie takie jest jednak w pełni racjonalne tylko w przypadku krajów, których gospodarki są wystarczająco małe, by tylko niewielki procent towarów i usług był przedmiotem wymiany międzynarodowej, co zmniejsza znacznie ryzyko nadmiernej realnej aprecjacji kursu walutowego. W przypadku małych krajów relatywnie łatwiej jest także znaleźć źródła finansowania nawet relatywnie dużych deficytów handlowych, skoro chodzi o relatywnie małe sumy, które można względnie łatwo pożyczyć w MFW, pomagającemu krajom, które – narzucając sobie sztywne reguły izby walutowej – nie mają już innego wyjścia jak przeprowadzać głębokie reformy strukturalne.

Doświadczenia Argentyny wskazują jednak, że racjonalność zastosowania izby walutowej w kraju o średniej wielkości jest już bardzo dyskusyjna. Początkowo, zastosowanie izby walutowej w Argentynie nie wpłynęło na pogorszenie się konkurencyjności jej eksportu. Stało się tak jednak w dużej mierze dzięki realnej aprecjacji brazylijskiego reala, a więc waluty kraju będącego głównym partnerem handlowym Argentyny. Trwająca obecnie w Argentynie recesja, która nastąpiła w następstwie głębokiej dewaluacji reala, rodzi pytanie, czy w przypadku kraju o średniej wielkości i umiarkowanie tylko otwar-

tego na wymianę międzynarodową, stosowanie aż izby walutowej, jako czynnika wymuszającego reformy strukturalne, nie stanowi jednak zbyt dużego kosztu w stosunku do postawionego celu.

Również dolaryzacja jest rozwiązaniem racjonalnym raczej tylko dla małych krajów, takich jak Panama, w przypadku których trudno uznać, że autonomia polityki pieniężnej jest im specjalnie potrzebna, w związku z czym wyzreczenie się jej jest rozsądną ceną między innymi za ułatwiony dostęp do amerykańskiego rynku finansowego.

Mimo potencjalnej atrakcyjności izb walutowych bądź dolaryzacji gospodarki, jako radykalnej metody ustabilizowania cen, ryzyka związane ze stosowaniem obu systemów kursowych i rygorystyczne wymogi, jakie narzucają one wobec większych gospodarek, sprawiły, że kryzysy walutowe skłoniły kraje wschodzące raczej do upłynniania swych walut niż stosowania izb walutowych.

Wnioski końcowe

Proces rozprzestrzenienia się w skali globalnej stosowania uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym standardów zarządzania na szczeblu *makro* i *mikro* będzie sprzyjał tworzeniu się globalnego rynku finansowego, na którym *ryzyko kraju* przestałoby być ważnym czynnikiem wpływającym na kierunki przepływu kapitału. Kraje wschodzące uzyskałyby dzięki temu znacznie większe możliwości dostępu do kapitałów potrzebnych do restrukturyzacji ich gospodarek.

Rozprzestrzenienie się w skali globalnej ustalonych na szczeblu międzynarodowym standardów zarządzania umożliwiłoby ewolucję roli pełnionej przez MFW. Spełnianie przez kraje wschodzące kryteriów, które uprawniałyby je do korzystania z linii kredytowych Funduszu, takich jak CCL, uwolniłoby MFW od konieczności ustalania, budzących częste kontrowersje, warunków udzielania kredytów krajom członkowskim w sytuacjach kryzysowych. Otworzyłoby to MFW drogę do pełnienia funkcji kredytodawcy ostatniej instancji w skali globalnej.

W przeciwieństwie do procesu upowszechniania międzynarodowych standardów zarządzania na szczeblu *mikro*, rozpowszechnienie się zmiennych kursów walutowych jest prawdopodobnie – w skali historycznej – zjawiskiem tylko przejściowym. Wynika to z sytuacji, w której kraje wschodzące nie mają na razie możliwości, by – tworząc unie walutowe – uniknąć potencjalnych zagrożeń, jakie wiążą się z radykalnie zwiększoną mobilnością międzynarodowych przepływów kapitałowych. Dopiero w dalszej perspektywie powstanie zapewne szansa na powstanie stref walutowych, które obejmą również kraje wschodzące. Dzisiaj jednak perspektywa ta jest na tyle odległa, że trudno jest określić, czy na przykład kraje Ameryki Południowej znajdą się w strefie dolara, czy też same utworzą unię walutową w obrębie *Mercosur*. Podobnie trudno jest przewidzieć, czy powstanie strefa jena, do której weszłyby kraje Azji Południowo-Wschodniej, czy też po prostu włączą się one do przyszłej strefy dolara.

Bibliografia

- Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S., [1996] „The Financial Accelerator and the Flight to Quality”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 78 no. 1, February 1996, s. 1-15.
- Cambell R.H., Roper A.H., [1999] „The Asian Bet”, Referat na konferencję nt. *Preventing Crises in Emerging Markets*, New York, marzec 1999.
- Eichengreen B., [1998] *Toward a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington 1998.
- Eichengreen B., Hausmann R., [1999] „Exchange Rates and Financial Fragility”. Referat na konferencję Banku Rezerwy Federalnej nt. *Monetary Policy Issues*, Jackson Hole, Wyoming, sierpień 1999.
- Global Economic Prospects and the Developing Countries Beyond Financial Crisis*, [1998/98] The World Bank, 1998/99, s. 133-134.
- Krugman P., [1979] „A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, 1979, s. 311/325.
- Obsfeld M., [1986] „Rational and self-fulfilling Balance-of-Payments Crisis”, *American Economic Review*, vol. 76, 1986, s. 72-81.
- OECD Principles of Corporate Governance*, www.oecd.org/daf/corporate-affairs/governance/roundtables
- Pomerleano M., Zhang X., [1999] „Corporate Fundamentals and Capital Markets in Asia”, Referat na konferencję nt. *Preventing Crises in Emerging Markets*, New York, marzec 1999.
- Pou P., [1997] „The Argentine Experience”. W: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, materiały z konferencji organizowanej przez Bank Rezerwy Federalnej w Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1997.
- Sławiński A., [1999] „Stąd do kryzysu”, *Gazeta Bankowa*, nr 9/1999, s. 38-40.
- Wyplasz Ch., [1998] „International Financial Instability”, maszynopis, CEPR, lipiec 1998.
- <http://www.bis.org>
- www.gcgf.org