

PRZEMIANY GLOBALNEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO A KRYZYSY WALUTOWE

Międzynarodowe przepływy kapitałowe są jednym z głównych obiektów badawczych współczesnej ekonomii. Zainteresowanie nimi wzrosło szczególnie w latach dziewięćdziesiątych, kiedy to właśnie kapitał międzynarodowy był przez niektórych ekonomistów obwiniany o wywoływanie spektakularnych kryzysów, takich jak kryzys meksykański, kryzys azjatycki czy rosyjski. Można zatem stwierdzić, że przepływy kapitałowe stały się jednym z centralnych problemów badań na globalizacją gospodarki. Proces wzrostu znaczenia międzynarodowych przepływów kapitałowych ma w pewnym sensie wbudowany w siebie mechanizm sprzężenia zwrotnego – przyrost siły kapitału będącego w swobodnym obrocie w skali globalnej powoduje silną presję na liberalizację przepływów kapitałowych, a liberalizacja powoduje dalszy przyrost wartości i mobilności tego kapitału. Proces ten nabiera na szybkości i jest w zasadzie jednokierunkowy – pomimo okresowych ograniczeń i tak w dłuższym okresie we wszystkich regionach świata następuje postępująca liberalizacja przepływów kapitału.

Pomimo wielu wspólnych cech tych kryzysów, można jednak wyróżnić parę odmiennych podejść teoretycznych do zjawisk kryzysowych w gospodarce.

Podejście monetarystyczne zakłada, że u źródeł kryzysów finansowych leżą paniki bankowe. Panika bankowa prowadzi do kryzysu banków, co z kolei skutkuje gwałtownym spadkiem popytu pieniądza i spadkiem produkcji. Podejście to zakłada kluczową rolę banków w ruchu określonym w gospodarce, jako czynnika przekształcającego aktywa niskopłynne w wysokopłynne.

Inne podejście zwraca uwagę nie tylko na system bankowy, ale na całość rynku finansowego i na obieg informacji o sytuacji na tym rynku. Kryzys finansowy wynika tu zatem także z niepełnej informacji na temat sytuacji kredytobiorców. W trakcie kryzysu aktywa finansowe nie trafiają tam, gdzie mogą generować najwyższe zyski.¹ Ameryka Południowa w trzech ostatnich dekadach była sceną wielu spektakularnych kryzysów walutowych i finansowych. Analiza porównawcza tych zjawisk może dostarczyć wielu ciekawych wniosków dotyczących i podobieństw i mechanizmów rządzących tymi procesami.

Kryzys meksykański z 1994 r. jakkolwiek najbardziej znany, nie był jedynym tego typu zjawiskiem w gospodarkach państw Ameryki Łacińskiej w ciągu ostatnich 30 lat. Zarówno przyczyny, jak i przebieg wielu kryzysów finansowych w tym regionie wykazywał wiele cech wspólnych. Podobna była zawsze sytuacja poprzedzająca kryzysy walutowe: przewartościowanie krajowej waluty, duży deficyt płatniczy, głęboka recesja oraz zadłużanie się budżetu niemal do ostatniej chwili. Kryzys meksykański nie był pierwszy, lecz jedynie najbardziej spektakularny.

Zastanówmy się, jakie były rzeczywiste przyczyny kryzysu meksykańskiego z 1994 r. Jako że literatura poświęcona przebiegowi tego kryzysu jest wyjątkowo obszerna, nie ma potrzeby szczegółowego analizowania jego przebiegu w niniejszym opracowaniu.

¹ R. De Bonis, A. Giustiniani, G. Gomel, Crises and Bail-Outs of Banks and Countries: Linkages, Analogies and Differences, „World Economy”, No. 1, 1999, s. 59-60.

Kryzys ten można potraktować jako samospełniającą się przepowiednię. Pomimo zapewnień polityków, dewaluacji można było w 1994 r. oczekiwać, a panika w takiej sytuacji musiała w końcu nastąpić. W inny sposób, kryzys można wyjaśniać następująco. Dewaluacja i panika na rynkach były w pewnym sensie oddzielnymi wydarzeniami. Zgodnie z tym rozumowaniem, dewaluacja peso jedynie sprowokowała nieuchronną panikę. Dewaluacja byłaby zatem sposobem na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia, jednak spowodowała zmianę oczekiwań uczestników rynku i w konsekwencji ucieczkę kapitałów. Panika i odpływ kapitałów spowodował niemożność refinansowania przez rząd swojego zadłużenia, a w konsekwencji utratę płynności. Obligacje rządowe, w tym faworyzowane przez inwestorów *tesobonos* przestały być spłacane, co w konsekwencji pogłębiło spadek wartości peso i odpływ kapitałów. Kluczowym powodem paniki była tu zatem nie dewaluacja, a barak płynności rządu meksykańskiego².

Powstaje zatem pytanie o rolę globalnych przepływów kapitałowych jako czynnika wywołującego kryzysy. Przykład Meksyku pokazuje jednak wyraźnie, że kapitał spekulacyjny nie wywołuje kryzysów samoistnie. Aby spekulacyjny tak był możliwy, musi zająć szereg warunków, które zwiększają wrażliwość danej gospodarki na gwałtowne zmiany wysokości przepływów kapitałowych. Widać, że transgraniczne przepływy kapitałowe są, przynajmniej w pokazanych powyżej przykładach, jedynie czynnikiem kładącym kropkę nad i, przypieczętowującym niejako szereg błędnych decyzji, zarówno na szczeblu makro, jak i mikroekonomicznym.

Kryzys meksykański okazuje także, że w warunkach globalizacji przepływów kapitałowych nawet małe zakłócenia w gospodarce danego kraju mogą powodować załamanie się kursu walutowego, szczególnie w warunkach ograniczonych rezerw walutowych. Oczekiwania rynku, że zachowanie wymienialności krajowej waluty może być niemożliwe powoduje samo z siebie załamanie się kursu walutowego³.

W powstaniu kryzysu meksykańskiego, jak wskazano wcześniej, dużą rolę odegrały dwie charakterystyczne ceny zagranicznego długu publicznego:

- krótki czas trwania (*duration*) zadłużenia prywatnego,
- duży udział długu denominowanego w obcej walucie⁴.

Oprocentowanie długu prywatnego w Meksyku było przeważnie wyliczane w okresach miesięcznych, co skutkowało bardzo dużym ryzykiem stopy procentowej, szczególnie w porównaniu z krajami Europy zachodniej i USA. W warunkach zmiennej inflacji i zmiennych stóp bazowych oznaczało, że wartość zadłużenia i jego oprocentowanie zmieniało się bardzo gwałtownie. Trudno do przewidzenia inflacja krajowa i kurs peso powodował, że dla inwestorów bardziej atrakcyjnym stawał się dług denominowany w walucie obcej, co jednak, przy zmniejszeniu ryzyka stopy procentowej, powodowało wzrost ryzyka walutowego.

Widać zatem, że nieprzewidywalność meksykańskiego rynku finansowego mogła stać u podstaw kryzysu. Właśnie nieprzewidywalność powoduje, że międzynarodowy rynek finansowy staje się nieefektywny w sensie makroekonomicznym. W klasycznym ujęciu kapitał wędrował tam, gdzie inwestycje były potencjalnie najbardziej zyskowne. Ujęcie to zakładało pełny przepływ informacji. Jednak zakłócenie przepływu informacji, jak to miało miejsce w Meksyku, poprzez zmienność i nieprzewidywalność rynku, spowodowało, że kapitał nie był inwestowany efektywnie⁵.

Kryzys azjatycki stanowił większe zaskoczenie niż kryzys meksykański i pozostałe

² J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco, *The collapse of the Mexican peso...*, ed. cit., s. 17.

³ Ch. W. Calomiris, *Lessons from the Tequila Crisis for successful financial liberalization*, "Journal of Banking & Finance", No. 23, 1999, s. 1458.

⁴ F.S. Mishkin, *Lessons from the Tequila Crisis*, "Journal of Banking & Finance", No. 23, 1999, s. 1522.

⁵ op. cit. s. 1523.

kryzysy południowoamerykańskie. Dotknął wszak nie tradycyjnie niestabilnych politycznie i ekonomicznie krajów Ameryki Łacińskiej, ale „gwiazdy” światowej ekonomii, wzorowych uczniów lekcji udzielanych przez globalną gospodarkę. Spróbujmy zatem przyrzeć się przebiegowi tego kryzysu u poszczególnych azjatyckich tygrysów, aby móc wyłowić pewne wspólne mechanizmy.

Kryzys azjatycki szczególnie silnie zaznaczył się w Indonezji, Korei, Filipinach i Malezji. Mimo istotnych różnic, sytuacja gospodarcza tych krajów miała wspólny mianownik – duża zależność od kapitału zagranicznego.

Mamy też widoczne wyraźne podobieństwa do sytuacji Meksyku: duże krótkoterminowe zadłużenie podmiotów prywatnych i niewłaściwy system sprawozdawczy w systemie bankowym.

Powstaje pytanie, jak mogło dojść do tak dużego zadłużenia podmiotów prywatnych. W roku 1983 zostały zniesione regulacje dotyczące stóp procentowych, alokacji kredytów, obniżono też rezerwy obowiązkowe. System bankowy Indonezji stał się wyjątkowo liberalny. Na skutki nie trzeba było długo czekać. Błyskawicznie rosła liczba instytucji finansowych działających na rynku, banki rozszerzały gwałtownie akcje kredytową. Nadzór bankowy i regulacje prawne nie nadążały za rozwojem rynku finansowego. W 1996 r. nieobsługiwane kredyty osiągnęły wartość 1 miliarda dolarów, ocenia się jednak, że te oficjalnie dane były zaniżone⁶.

Jak zostało ukazane powyżej, kryzysy walutowe i płatnicze mają dość podobne przyczyny i przebieg rozwoju.

Analiza kryzysu indonezyjskiego pozwala dostrzec szereg istotnych podobieństw pomiędzy nim a kryzysem meksykańskim z 1994 r. Po pierwsze, w obu krajach w ciągu kilkunastu lat poprzedzających kryzys finansowy dokonano znaczącej deregulacji rynku finansowego. Po drugie, wysokie stopy procentowe w warunkach stabilnego kursu walutowego spowodowały bardzo wysokie zadłużenie podmiotów prywatnych zagranicą. Po trzecie, w latach poprzedzających kryzys miała miejsce bardzo silna ekspansja kredytowa banków krajowych, finansowana często zagranicznym kapitałem krótkoterminowym. Po czwarte, instytucje nadzorujące system finansowy popełniały bardzo poważne błędy (w Meksyku zaniżano wysokość nieobsługiwanych kredytów). Po czwarte, w obu krajach sytuacja polityczna była niestabilna, a ponadto trudno nazwać systemy polityczne obu tych państw rozwiniętą demokracją. Widać zatem, że bezpośrednia przyczyna kryzysu – odpływ kapitału – nie może być uznany za główną przyczynę tych kryzysów. Kryzysy te miały w przeważającej części charakter endogeniczny, były skutkiem wieloletniego nawarstwiania się błędów polityki gospodarczej i społecznej. Międzynarodowy kapitał spekulacyjny, czerpiący w okresie poprzedzającym kryzysy, duże korzyści z takiej sytuacji, nie może być zatem uznany za głównego winowajcę problemów gospodarczych Indonezji i Meksyku.

Co ważne, charakter systemu rynkowego był w dużej części „klientowski”, z siecią nieoficjalnych powiązań łączących władzę z biznesem.

Ważną rolę w powstaniu tych kryzysów odgrywała też szara strefa na rynkach finansowych, ograniczająca bardzo silnie skuteczność polityki gospodarczej rządu. Rola szarej strefy na tych rynkach zostanie dokładniej omówiona w dalszej części pracy.

Jedną z teorii zakłada, że u podstaw kryzysów finansowo - bankowych leży nadpłynność światowych rynków finansowych⁷. Nadpłynność globalnego rynku finansowego powoduje przemianę tego rynku z „rynku sprzedawcy” w „rynek kupującego”. Silna walka

⁶ Indonesia: Sustaining High Growing With Equity, World Bank, Washington DC, 30.05.1997, s. 128, za: J. Pincus, R. Ramli, Indonesia: from showcase to basket case, ed. cit., s. 725.

⁷ C.P. Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, Basic Books, New York 1978, za: G. Palma, Three and half cycles of ‘mania, panic and [asymmetric] crash’: East Asia and Latin America compared, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 22, 1998, s. 790-791.

konkurencyjna wśród instytucji finansowych na tym rynku powoduje często alokację środków w podmiotach nie posiadających zdolności kredytowej. W warunkach minimalnej regulacji rynku i silnej konkurencji rynek kupującego przekształca się w rynek „klienta ostatniej instancji” (*customer of last resort*). Takimi kredytobiorcami ostatniej instancji stają się kraje rozwijające się, potrzebujące kapitału, lecz przeważnie nie będące w stanie spłacać kredytów. Co więcej, popyt na kapitały tych kredytobiorców jest często doskonale elastyczny – biorą one kredyty niezależnie od wysokości stóp procentowych i marży. To wyjaśnia fakt, że instytucje finansowe tak ochoczo finansowały kraje azjatyckie, pomimo wysokiego ryzyka i niekorzystnych wskaźników makroekonomicznych. Widać zatem, że u podstaw kryzysu leży sytuacja, kiedy instytucje finansowe, w warunkach nadpłynności i niskiej regulacji rynków finansowych, mają skłonność do przeceniania pozytywnych sygnałów płynących od kredytobiorców i do niezauważenia lub błędnego oceniania negatywnych symptomów u kredytobiorców⁸. Warto tu przypomnieć opinie finansistów amerykańskich mówiących po kryzysie meksykańskim o największej pomyłce instytucji finansowych⁹. Wynika z tego zatem, że pomimo pojawienia się pierwszych oznak kryzysu kapitał zagraniczny może dalej napływać do zagrożonego kraju, pogłębiając późniejszy kryzys. Można tu zatem mówić o pewnej niedoskonałości działania globalnego rynku finansowego.

Jest jeszcze drugi, równoległy działający, mechanizm pogłębiający nadmierne zadłużenie krajów rozwijających się. Początkowy napływ kapitału powoduje, jak to określił Alan Greenspan, poczucie „irracjonalnego bogactwa” (*irrational exuberance*)¹⁰. Występuje wtedy mechanizm napędzania przez podaż wygórowanych, nierealnych oczekiwań dotyczących przyszłości. Ten nieprawdziwy, zbyt optymistyczny obraz rzeczywistości udziela się zarówno kredytobiorcom, jak i kredytodawcom. Jest to zatem kolejny czynnik zwiększający nadmierne zadłużenie krajów zagrożonych kryzysem. Ten samo napędzający się mechanizm złej oceny sytuacji finansowej kredytobiorców to drugi „błąd” globalnych rynków finansowych w warunkach braku regulacji.

W krajach zagrożonych kryzysem występują przeważnie wysokie stopy procentowe. Przyciąga to dodatkowo międzynarodowy kapitał spekulacyjny chcący dokonywać arbitrażu na stopach procentowanych. Tenże kapitał oczekuje jednocześnie, że rząd będzie bronił stabilnego kursu walutowego, co pozwoli uczynić arbitraż na stopach efektywnym. Jak dowodzą badania, wysokie stopy procentowe w tych krajach były często nie efektem działania rynku, lecz efektem zamierzonej polityki rządu¹¹.

Często także pojawiało się zjawisko wzrostu wysokości średnich pensji w przeliczeniu na waluty obce. To powodowało wzrost aspiracji konsumpcyjnych gospodarstw domowych, a w połączeniu z rozbudzonymi nadziejami co do dalszej poprawy sytuacji gospodarczej w przyszłości, powodowało zwiększony popyt gospodarstw domowych na kredyt konsumpcyjny¹².

Należy także poruszyć rolę czarnego rynku walutowego w generowaniu kryzysów. Wykazano, że w przypadku krajów azjatyckich, ograniczenia w przepływie kapitałów były w dużej mierze nieskuteczne właśnie z powodu występowania rozwiniętego czarnego rynku walutowego. Nadzór nad przepływami kapitałowymi powinien zatem nie tyle ograniczać te przepływy, co często jest niemożliwe, lecz starać się je lepiej ukierunkowywać i działać na rzecz zmiany struktury napływającego kapitału – celem powinien być większy udział kapitału

⁸ G. Palma, Three and half cycles of ‘mania, panic and [asymmetric] crash’: East Asia and Latin America compared, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 22, 1998, s. 791.

⁹ D. Galant, Why Wall Street missed Mexico, „Institutional Investor”, May 1995.

¹⁰ G. Palma, ed.cit. s. 793.

¹¹ op. cit., s. 794.

¹² op. cit., s. 794.

długoterminowego¹³.

Kryzysy w gospodarce światowej w latach dziewięćdziesiątych wskazują na rosnącą rolę oczekiwań i często nieracjonalnych zachowań uczestników rynku. Współczesnych kryzysów finansowych nie można badać wyłącznie korzystając z tradycyjnych narzędzi ekonomicznych, takich jak analiza polityki fiskalnej, monetarnej, jak badanie wielkości produkcji i zatrudnienia. W dobie rosnącej roli przepływów kapitałowych należy także zwrócić uwagę na elementy psychologii rynków finansowych. Kryzysy należy zatem po części analizować jako mechanizmy samospełniających się przepowiedni.

Kolejnym ważnym faktem jest istnienie niewątpliwych powiązań pomiędzy kryzysami walutowymi a kryzysami walutowymi. Prześledźmy zatem mechanizmu takiego „podwójnego” kryzysu. Mechanizm ten może wyglądać w następujący sposób. W warunkach utrzymywania się deficytu bilansu płatniczego wzrost stóp procentowych na rynku światowym, przy jednoczesnym niezmiennym parytecie stóp procentowych, powoduje spadek rezerw walutowych. W dalszej kolejności może to powodować przyrost niespłaconych kredytów i kryzys w sektorze bankowym¹⁴. Mamy zatem jednocześnie kryzys walutowy i kryzys bankowy. Dewaluacja waluty krajowej pogłębia kryzys bankowy w sytuacji, gdy aktywa banków są w dużej części indeksowane w walutach obcych¹⁵. Można tłumaczyć tego rodzaju kryzysy w nieco inny sposób: gdy bank centralny próbuje ratować zagrożone instytucje finansowe poprzez dodruk pieniądza, powoduje tym samym spadek wartości waluty i kryzys walutowy, nie lecząc gospodarki z kryzysu bankowego¹⁶. Inny model zakłada wspólne pochodzenie kryzysów bankowych i walutowych. Model ten pokazuje, że inflacja, zależna od czynników międzynarodowych w ograniczonym stopniu, może wystąpić realna aprecjacja waluty krajowej. We wczesnej fazie kryzysu pojawia się duży wzrost importu i produkcji, finansowanych jednak przez kredyty zagraniczne, relatywnie tańsze od krajowych. Deficyt płatniczy pogłębia się i w rezultacie na rynkach finansowych narasta przekonanie, że ustabilizowanie danej waluty jest niemożliwe. Kapitał zagraniczny rozpoczyna ucieczkę z danego kraju. Akcja kredytowa banków krajowych jest w tym modelu finansowana zagranicznymi pożyczkami zaciąganimi przez te banki. Pojawia się zatem kryzys bankowy i jednoczesny kryzys walutowy¹⁷.

Co więcej, istnieją mechanizmy transmisyjne przenoszące kryzysy walutowe bankowe. Krajowy kryzys bankowy może za granicą powodować kryzys walutowy, podobnie jak krajowy kryzys walutowy może generować kryzys bankowy zagranicą¹⁸.

Istnieje też inny mechanizm przenoszący kryzys bankowy na całą gospodarkę. Jak pokazuje zarówno kryzys meksykański, jak i azjatycki, dewaluacja waluty krajowej powodowała spadek zdolności kredytowej dłużników banków, co następnie miało odzwierciedlenie w sytuacji banków – następował szybki wzrost trudnych kredytów i rezerw.

¹³ C. Yuk Pang Wong, Black Market Exchange Rates and Capital Mobility in Asian Economies, „Contemporary Economic Policy”, Vol. XV, January 1997, s. 31-32.

¹⁴ J. Stoker, Intermediation and the Bank Cycle Under a Specie Standard: University of Chicago, 1994, za: G. L. Kaminsky, C.M. Reinhart, The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of Payment Problems, „The American Economic Review”, June 1999, Vol. 89 No. 3, s. 475.

¹⁵ F. S. Mishkin, Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective, w: M. Bruno, Annual World Bank Conference. , Washington DC, World Bank, 1996, s. 29-62, za: G. L. Kaminsky, C.M. Reinhart, The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of Payment Problems, „The American Economic Review”, June 1999, Vol. 89 No. 3, s. 475.

¹⁶ A. Velasco, Financial Crises and Payment Crises: A Simple Model of Modern Cone Experience, „Journal of Economics”, October 1987, 27(1-2), za: G. L. Kaminsky, C.M. Reinhart, The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of Payment Problems, ed. cit., s. 475.

¹⁷ G. L. Kaminsky, C.M. Reinhart, The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of Payment Problems, ed. cit., s. 475.

¹⁸ V. Miller, The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises, , AEA Papers and Proceedings, „American Economics Journal”, s. 439-443.

Pogorszenie się sytuacji finansowej przedsiębiorstw szybko było odzwierciedlone w bilansach banków. Banki, aby poprawić swoją sytuację, miały do wyboru, albo szukać nowego źródła finansowania własnej działalności, lub ograniczyć drastycznie akcję kredytową. W sytuacji kryzysowej nie były w stanie zdobyć nowych kapitałów, pozostawało więc im jedynie ograniczyć gwałtownie wartość udzielanych kredytów, co w rezultacie prowadziło do spadku aktywności gospodarczej¹⁹.

Modele te wskazują wyraźnie, że do prawidłowej oceny ryzyka kryzysu potrzebna jest jednoczesną analizą wielu danych ekonomicznych. Nie można ograniczyć się do analizy wysokości kursu walutowego i deficytu płatniczego, konieczna jest także badanie poziomu rezerw walutowych, różnicy między stopami procentowymi krajowymi i zagranicznymi, terms of trade i struktury aktywów i pasywów w systemie finansowym.

Prześledźmy zatem, jak wyglądają powiązania pomiędzy kryzysami walutowymi a kryzysami bankowymi. Kryzys walutowy można zatem określić jako nagły i znaczny spadek kursu walutowego. Szerzej, możemy wprowadzić pojęcie kryzysu bilansu płatniczego, charakteryzującego się nagłą deprecjacją waluty lub/i znacznym wzrostem poziomu stóp procentowych. Kryzys bankowy może być spowodowany przyczynami leżącymi zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów banków krajowych. Po stronie pasywów, symptomem kryzysu może być zatem wycofywanie depozytów bankowych. Po stronie aktywów, symptomem kryzysu może być pogorszenie jakości portfela kredytowego. Analiza statystyczna i jakościowa wielu kryzysów w latach 1970-1995 wyraźnie wskazuje, że istnieją powiązania pomiędzy kryzysami bilansu płatniczego i kryzysami bankowymi. Ściślej, kryzys w sektorze finansowym rozpoczyna się przed kryzysem bilansu płatniczego. Ponadto, analizy wskazują, że większość kryzysów miała solidne podstawy makroekonomiczne, a zatem nie można winić za nie jedynie globalnych przepływów kapitałowych²⁰.

Dodatkowe zakłócenia w postrzeganiu gospodarki danego kraju wprowadza często jego rynek giełdowy. Giełdy takich państw mają przeważnie małą kapitalizację. W połączeniu z częstymi prywatyzacjami w okresie poprzedzającymi kryzys (jako jednym z elementów liberalizacji i deregulacji rynku krajowego), na skutek napływu kapitału giełdy zaczynają zapewniać wysokie krótkoterminowe stopy zwrotu. To dodatkowo przyciąga kapitał, a dobra sytuacja na giełdzie znowu daje zbyt optymistyczny obraz gospodarki danego kraju. Kolejnym czynnikiem jest często polityka rządu, który często daje inwestorom do zrozumienia, że w sytuacji przedkryzysowej udzielił wsparcia bankom krajowym. To znowu zwiększa zaufanie do danego kraju, jednak, jak się potem przeważnie okazuje, rząd nie jest w stanie w sytuacji poważnego kryzysu w pełni pomóc upadającemu krajowemu sektorowi finansowemu. Innym ważnym, wielokrotnie tu opisanym, czynnikiem zwiększającym ryzyko kryzysu jest słaby system nadzoru nad krajowym rynkiem finansowym. Mamy tu często do czynienia z sytuacją szybkiej liberalizacji rynku finansowego, gwałtownym napływem kapitału zagranicznego, co daje duże możliwości rozwoju krajowych firm sektora finansowego. Duży napływ kapitału zagranicznego powoduje rozwój firm obsługujących na rynku ten kapitał. Rozwój firm krajowego sektora finansowego, większe obroty, nowe rodzaje transakcji niosą ze sobą oczekiwania na szybkie zyski. Wieści o wysokich stopach zwrotu rozchodzą się szybko, dochodzą kolejni uczestnicy, których wiedza o rynkach finansowych jest raczej minimalna (możną zaryzykować stwierdzenie, że proces załamuje się z momentem wejścia na rynek tego ostatniego. „krańcowego” spekulanta). Rozwój rynku finansowego przeważnie nie idzie w parze z rozwojem instytucji nadzoru nad tym rynkiem. Można często zauważyć, że nadzór jest o parę kroków w tył za rozwojem rynku²¹.

¹⁹ F. S. Miskin, ed. cit., s. 1525.

²⁰ G. L. Kaminsky, C.M. Reinhart, *The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of Payment Problems*, ed. cit., s. 489-492.

²¹ G. Palma, ed. cit., s. 794-795.

Kolejnym zjawiskiem charakterystycznym dla współczesnego rynku finansowego, a mającym duże znaczenie dla powstawania kryzysu jest bardzo duży wzrost roli pośredników finansowych. Mówi się o zjawisku intermediaryzacji rynku finansowego²². Na współczesnym globalnym rynku finansowym, kredytobiorcy i kredytodawcy często nie spotykają się w ogóle. Kredytobiorca nie pożycza środków od kredytodawcy, pożycza środki od pośrednika finansowego. Pośrednik finansowy jest ogniwem pośrednim.

Powstaje zatem pytanie, w jakim stopniu to pośrednicy finansowi odpowiadają za nadmierne zadłużenie krajów, które dotknął potem kryzys. Przykład Meksyku i państw azjatyckich potwierdza tezę, że napływ pożyczek trwał nawet wtedy, gdy już raczej nie można było mówić o jakiegokolwiek zdolności kredytowej zadłużających się podmiotów w tych krajach. Jak zatem możliwe było udzielanie kredytów niewypłacalnym podmiotom? Jedną z przyczyn jest zjawisko asymetrii informacji na współczesnych, zdominowanych przez pośredników rynkach finansowych. Pośrednicy finansowi kontaktują się z klientem – kredytobiorcą, a następnie z kolejnym klientem – kredytodawcą. Pośrednik finansowy stanowi więc rodzaj swoistego „filtru” dla informacji docierających dla kredytodawcy. Podstawową kwestią jest tu zatem przejrzystość rynku finansowego kredytodawcy. Jak pokazano w powyższych przykładach, rynki finansowego opisanych powyżej krajów nie były dość przejrzyste, dane finansowe często były zafałszowane, a instytucje nadzoru nie działały sprawnie. Oczywiście, można postawić pytanie, czy kredytodawca nie jest w stanie sam monitorować sytuacji finansowej kredytobiorcy. Okazuje się jednak, że poziom skomplikowania współczesnego rynku finansowego, mnogość nowych transakcji, szybkość ich zawierania, oraz ich stale rosnąca ilość ogranicza w znacznym stopniu zdolność oceny sytuacji finansowej kredytobiorcy. W tej sytuacji często posiadacz kapitału jest często „skazany” na informacje i analizy dostarczane przez pośrednika finansowego, w sposób oczywisty zainteresowanego dobrym wizerunkiem innego swojego klienta – kredytobiorcy. Mamy też tutaj starcie się dwóch postaw na rynku finansowym – podejścia sprzedawcy i podejścia analityka. Wiele instytucji finansowych jest obecnie jedynie pośrednikami na rynku finansowym, dostarcza ściągniętego z rynku kapitału poszukującym, nie ponosząc przy tym klasycznego ryzyka kredytowego. W pewnym uproszczeniu, instytucje zainteresowane są wzrostem zadłużenia swoich klientów, jako że z tego tytułu otrzymują coraz większe prowizje. Rozwój tzw. inżynierii finansowej także, poprzez wzrost stopnia skomplikowania transakcji, także zawęży ilość podmiotów zdolnych do samodzielnej oceny stopnia ryzykowności transakcji. Z drugiej strony także podmioty zadłużające się na globalnym rynku finansowym są także w pewnym stopniu do tego zachęcane przez pośredników finansowych.

Jak stwierdzono powyżej, rozwój współczesnego rynku finansowego zmierza w kierunku intermediaryzacji rynku usług finansowych. Zmienia się zatem klasyczna rola banków. Banki przestają być tym elementem rynku, który zmienia strumień prywatnych oszczędności, często krótkoterminowych, w profesjonalnie zarządzany i monitorowany strumień długookresowych kredytów, przetwarzając oszczędności w inwestycje. Dotychczas to banki były czynnikiem ograniczającym ryzyko finansowe. Właściciele oszczędności nie byli w stanie profesjonalnie ocenić ryzyka kredytowego inwestycji, więc lokowali środki w bankach, które z kolei po dokładnej analizie ryzyka (które wtedy one ponosiły) udzielały kredyty. Przemiany na rynku finansowym sprawiły, że taki obraz bankowości powoli odchodzi w przeszłość. Banki stają się bardziej pośrednikami finansowymi, ponoszącymi głównie ryzyko operacyjne. Ryzyko kredytowe jest przenoszone na klientów. Paradoksalnie, taka sytuacja może się jeszcze pogłębiać poprzez wdrażanie wytycznych Komitetu Bazylejskiego dotyczącego dywersyfikacji ryzyka bankowego. Fakt przeistaczania się banków z kredytodawców w pośredników finansowych widać szczególnie dobrze obserwując

²² G. Palma, ed. cit., s. 795.

zmieniającą się strukturę przychodów banków. Coraz mniejszą rolę odgrywają przychody odsetkowe, coraz większą przychody prowizyjne i transakcyjne. Stąd też coraz więcej przedsięwzięć inwestycyjnych jest finansowana dłużnymi papierami wartościowymi, kupowanymi przez fundusze inwestycyjne. Struktura finansowania inwestycji dalej się komplikuje. Kredytobiorca zwraca się do banku o finansowanie inwestycji, bank organizuje emisję papierów dłużnych, papiery są kupowane przez fundusz inwestycyjny, jednostki uczestnictwa w funduszu kupuje posiadacz oszczędności. W efekcie tego skomplikowanego łańcucha pośredników końcowy kredytodawca – przysłowiowy „drobny ciułacz” nie jest w stanie oszacować ryzyka, często nie jest też jego świadomy.

Rozwój funduszy inwestycyjnych i rynków papierów wartościowych powoduje także, że coraz szersze grono ludzi samodzielnie inwestuje swoje pieniądze. Tego rodzaju „kapitalizm ludowy” powoduje, że spada ogólny poziom profesjonalizmu na rynku, a drobni inwestorzy bardziej dają się ponieść falom zarówno entuzjazmu, jak i paniki. Widać zatem, że rozwój rynków finansowych, rozwój rynku usług finansowych, większa dostępność do rynku dla drobnych inwestorów możliwa dzięki Internetowi sprzyja powstawaniu zjawisk nadmiernego zadłużenia krajów rozwijających się. Tego typu kapitał spekulacyjny jest też bardziej ruchliwy i działa w krótszym horyzoncie czasowym, co sprzyja powstawaniu kryzysów. Można też postawić hipotezę, że za wzrost skłonności do ryzyka odpowiada też częściowo model kapitalizmu menedżerskiego – menedżerowie są raczej nagradzani za zyski niż karani za straty, a zatem, inwestując cudzy kapitał, są skłonni akceptować wysokie ryzyko. Dlatego też akceptowali wysokie ryzyko towarzyszące pożyczkom dla podmiotów azjatyckich i meksykańskich.

W przypadku wielu kryzysów w fazie je poprzedzających miały miejsce wysokie wzrosty cen na rynku akcji czy nieruchomości. Wiąże się to ze zwiększonym dostępem do zagranicznych źródeł finansowania, co z kolei daje większe możliwości inwestowania na rynku krajowym. Obecnie jednak zakupy na giełdach czy na rynku nieruchomości nie są dokonywane bezpośrednio, lecz przez pośredników – różnego rodzaju fundusze inwestycyjne. Zarządzający tymi funduszami wynagradzani są od zysków od inwestycji, zależy im też na przyciągnięciu nowych klientów i kapitałów. Ich racjonalne działanie powoduje zatem szybkie zwiększanie skali działalności na rynku aktywów krajowych – najczęściej papierów wartościowych i nieruchomości. Inwestycje te są finansowane kapitałem dłużnym, co zwiększa zadłużenie podmiotów krajowych i prowadzi do nadmuchiwania „bańki” inwestycyjnej. Dominacja funduszy inwestycyjnych powoduje powstanie asymetrycznego ryzyka. W przypadku powodzenia inwestycji fundusze mają większe zyski, a zarządzający otrzymują wysokie prowizje. W przypadku niepowodzenia inwestycji w najgorszym razie fundusze tracą renomę, ale nie swój kapitał. Zarządzający najczęściej w kontraktach menedżerskich mają pewne warunki dotyczące osobistej odpowiedzialności, ale poziom tej odpowiedzialności jest ograniczony. A zatem zarządzający ryzykują co najwyżej brak prowizji i utratę pracy. A zatem mamy sytuację, w której kto inny podejmuje decyzję i zbiera część zysków, a kto inny ryzykuje własnym kapitałem i ponosi większą ewentualnych strat²³.

Skoro ryzyko jest asymetryczne, fundusze inwestycyjne mają bardzo silne bodźce do inwestowania w ryzykowne przedsięwzięcia. Fundusze mają do wyboru aktywa mniej lub bardziej ryzykowne, lecz posiadacze kapitału, który jest inwestowany przez fundusze, nie są w stanie ocenić ryzykowności swojej inwestycji. A zatem, ryzyko straty jest przerzucane na pożyczającego kapitał, ale dodatkowe zyski w dużej części należą do pośrednika. A zatem, aktywa najbardziej ryzykowne stają się najbardziej atrakcyjne dla nabywców. Wartość rynkowa ryzykownych aktywów rośnie znacznie ponad ich wartość wynikającą z różnych tradycyjnych modeli wyceny. Przez obecność na rynku pośredników tworzy się „bańka”

²³ F. Allen, D. Gale, Bubbles, Crises, and Policy, Oxford Review of Economic Policy”, Vol. 15, No. 3, s. 12.

(*bubble*), prowadząca do kryzysu²⁴. Co więcej, oczekiwania dalszej ekspansji kredytowej jeszcze zwiększają ceny aktywów ponad ich wartość „fundamentalną”²⁵.

Ważnym nurtem interpretacji zjawisk kryzysowych, w tym w szczególności kryzysu azjatyckiego, jest właśnie nurt ogniskujący się wokół kwestii „moral hazard”, a zatem wobec kwestii roli pośredników finansowych w generowaniu kryzysu, kwestii dostępu do informacji i niepełnej informacji o realnym ryzyku ponoszonym przez inwestorów²⁶. Widać zatem, że zjawisk kryzysowych nie można rozpatrywać w oderwaniu od specyfiki działania międzynarodowych instytucji finansowych.

Mamy do czynienia zatem z kolejną niedoskonałością rynków finansowych. Działanie tych rynków jest zakłócanie przez niestateczną informację. Mechanizmy rynkowe nie działają skutecznie z uwagi na niepełny lub niesymetryczny dostęp do informacji. To prowadzi do podejmowania nadmiernego ryzyka przez tych, którzy nadmiernie się zadłużają oraz tych, którzy to zadłużenie finansują²⁷. Widać zatem, że ekspansja kredytowa powoduje silne wzrosty na rynku ryzykownych aktywów.

Widać zatem, że w fazie poprzedzającej (i powodującej) kryzys mamy do czynienia z równoczesnym zakłócaniem mechanizmów rynkowych przez trzy rodzaje niedoskonałości globalnego rynku finansowego: powstanie rynku kupującego (czyli kredytodawcy), zjawisko sztucznego napędzania oczekiwań poprzez wykreowanie „irracjonalnego bogactwa” oraz niepełną i niesymetryczną informację.

Jako alternatywne wytłumaczenie powstawania nadmiernego zadłużenia, można też wykazać, że sytuacja, gdy banki krajowe zakładają, że rząd przeprowadzi w sytuacji zagrożenia programy oddłużenia i gdy są oczekiwania znaczącej poprawy sytuacji gospodarczej, będzie prowadziła do nadmiernego zadłużenia, prowadzącego na rynku krajowym do przeinwestowania i nadmiernej konsumpcji finansowanej kredytami²⁸.

Dochodzimy teraz do drugiej fazy kryzysu: paniki. W pewnym momencie wydarzenia na krajowym rynku finansowym powodują gwałtowną zmianę nastawienia inwestorów zagranicznych. Wydarzenia te mogą być różnego rodzaju. W Meksyku był to spadek rezerw walutowych i gwałtowny spadek ratingu, w przypadku kryzysu azjatyckiego były to bankructwa tajlandzkich banków i koreańskich przedsiębiorstw oraz równoczesny atak spekulacyjny na bahta. Takie wydarzenia powodowały gwałtowny spadek napływu kapitału zagranicznego do zagrożonych krajów. W Meksyku napływ kapitału netto spadł z poziomu 67 miliardów dolarów w 1993 r. do poziomu 27 miliardów dolarów w 1995 r. W przypadku Korei, Indonezji, Malezji, Filipin i Tajlandii łączny (dla tych krajów) napływ kapitału netto spadł z poziomu 63 miliardów dolarów w 1996 r. do poziomu 15 mld dolarów w 1997 r²⁹.

Warto tu jednak zauważyć, że nawet w fazie paniki następował napływ kapitału netto. Widać zatem, że kryzys może być wywołany nie tylko przez odpływ kapitału, ale nawet tylko przez samo spowolnienie tempa jego napływu. Czynnikiem bezpośrednio wywołującym kryzys były w przypadku kryzysu meksykańskiego i azjatyckiego gwałtowne ruchy

²⁴ F. Allen, D. Gale, Bubbles and Crises, „Economic Policy”, January 2000; M. Jensen, W. Meckling, Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, s. 305-360; J. Stiglitz, A. Weiss, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, „American Economic Review”, Vol. 47, s. 393-1366, za: F. Allen, D. Gale, Bubbles, Crises, ad Policy, ed. cit., s. 12.

²⁵ F. Allen, D. Gale, Bubbles, Crises, ad Policy, ed. cit., s. 13.

²⁶ L. Sarno, M.P. Taylor, Moral hazard, asset price bubbles, capital flows, and the East Asian crisis: the first tests, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 18(1999), s. 637-657.

²⁷ J. E. Stiglitz, Sound Finance and Sustainable Development in Asia, Manila 1998, za: G. Palma, Three and half cycles of ‘mania, panic and [asymmetric] crash’: East Asia and Latin America compared, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 22, 1998, s. 796.

²⁸ R.I. McKinnon, H. Pill, Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing, „Oxford Review of Economic Policy”, Vol. 15, no. 3, s. 21-22.

²⁹ G. Palma, ed.cit. s. 796.

międzynarodowego kapitału krótkoterminowego. Jak stwierdził Joseph Stiglitz, „bez zmiennych międzynarodowych przepływów kapitałowych, ostatni kryzys azjatycki z 1997 r. nie byłby zapewne bardziej godny zapamiętania niż kryzys południowokoreański z 1980 r. czy tajlandzki z 1987 r.³⁰”. Można się spierać o rolę kapitału spekulacyjnego w wywołaniu tych kryzysów, nie ulega jednak wątpliwości, że międzynarodowe przepływy kapitałowe znacząco pogłębiły ich przebieg.

Po fazie paniki następowała trzecia faza kryzysu – załamanie rynku. Warto tu nadmienić, że koszty załamania rynku nie były ponoszone równomiernie przez wszystkich uczestników rynku. Wielcy kredytodawcy, jak pokazuje doświadczenie, przeważnie mogli liczyć w krytycznym momencie na wsparcie rządów oraz międzynarodowych instytucji finansowych. Widać zatem, że mamy tu do czynienia z mechanizmem minimalizującym ryzyko wielkich instytucji finansowych. Okazywało się, że koszty kryzysu były ponoszone przez podmioty z kraju dotkniętego kryzysem, nie tylko przez kredytobiorców, ale też i przez ogół gospodarstw domowych. Mamy tu od czynienia z odmianą często spotykaną w dobie globalizacji gospodarki zasadą prywatyzacji zysków i nacjonalizacji strat. W przypadkach tych kryzysów wielkie instytucje finansowe generowały zyski w trakcie boomu, generowały też często zyski w trakcie kryzysu. Mamy tu zatem przypadek asymetrycznego załamania (*asymmetric crash*), dotyczącego głównie kredytobiorców. Powoduje to zatem, że globalne instytucje finansowe, nie mając za sobą doświadczenia wielkich strat spowodowanych kryzysami, w przyszłości też mogą angażować się w działania powodujące kryzysy płatnicze i walutowe³¹.

Analizując kryzysy walutowe trudno jest uciec od pytania – kto zawinił? Łatwo tu popaść w skrajności – od traktowania kryzysów jako oczywistej, nieuniknionej konsekwencji niewłaściwej polityki gospodarczej dotkniętych nimi państw do poglądu, że międzynarodowe kryzysy walutowe, realizując krótkoterminowe zyski, gotowe są wywołać w sztuczny sposób kryzys w prawidłowo zarządzanej i rozwijającej się gospodarce. Pierwsze podejście oznacza, że kryzysy finansowe ostatnich dwóch dekad należy traktować jako naturalne zjawisko w gospodarce. Drugie podejście oznacza, że traktujemy rozwój międzynarodowego rynku finansowego jako główne, a czasami nawet jako jedyne, zagrożenie dla współczesnej gospodarki światowej.

Podsumowując, można zacytować Josepha Stiglitz: „głębokie, efektywne i silne systemy finansowe są podstawą wzrostu i stabilności. Ale pozostawione same sobie, rynki finansowe nie staną się głębokie, efektywne czy silne. Rząd powinien odgrywać kluczową rolę, zarówno w nadzorowaniu, jak i regulowaniu systemu finansowego i także w tworzeniu właściwych bodźców pobudzających rozsądne i produktywne zachowania”³².

³⁰ cyt. za: G. Palma, ed.cit., s. 797.

³¹ G. Palma, ed.cit., s. 798.

³² J. E. Stiglitz, *Sound Finance and Sustainable Development in Asia*, Manila 1998, za: G. Palma, ed. cit., s. 796.