

ROZDZIAŁ 4

MIĘDZYNARODOWE INSTYTUCJE FINANSOWE A KRYZYSY FINANSOWE

Wprowadzenie

O niewłaściwie prowadzonej polityce międzynarodowych instytucji finansowych świadczą kryzysy finansowe lat 90. XIX w. i lat 2000. XXI w., wzrost zadłużenia zagranicznego, pogłębianie dysproporcji gospodarczych, wzrost skali ubóstwa, niska efektywność programów dostosowawczych i pomocy finansowej oraz koncentrowanie się kosztów i negatywnych efektów globalizacji na rynkach krajów rozwijających się.

Celem opracowania jest wskazanie obszarów niesprawności międzynarodowych instytucji finansowych, określenie postulatów reform Międzynarodowego Funduszu Walutowego, a także działań zmierzających do wzmocnienia międzynarodowego systemu finansowego.

W celu wskazania obszarów niesprawności międzynarodowych instytucji finansowych podjęto następujące działania. W części pierwszej opracowania przedstawiono ewolucję kryzysów finansowych i ich przyczyn w gospodarce światowej, z uwzględnieniem modeli pierwszej, drugiej i trzeciej generacji. Wskazano, na przykłady kryzysów tych generacji, w krajach Ameryki Łacińskiej, krajach Europejskiego Systemu Walutowego oraz w krajach azjatyckich. W części drugiej, wymieniono skutki kryzysów finansowych oraz uwarunkowania siły oddziaływania kryzysów finansowych na gospodarkę. Następnie, przedstawiono działania międzynarodowych instytucji finansowych na rzecz łagodzenia skutków kryzysów finansowych, w tym rodzaje narzędzi kredytowych, wysokość udzielonej pomocy finansowej oraz założenia programów dostosowawczych i reform strukturalnych. W części czwartej, scharakteryzowano działania zapobiegające powstaniu kryzysów finansowych podejmowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy razem z Bankiem Światowym oraz innymi instytucjami. Wymieniono narzędzia wykorzystywane w Programie oceny sektora finansowego (FSAP) oraz Programie oceny stabilności systemu finansowego (FSSAs). Wskazano na obszary nadzoru oraz stabilizacji międzynarodowego systemu finansowego. W ostatniej, piątej części przedstawiono zakres krytyki i propozycje reformy międzynarodowych instytucji finansowych. Poruszono, również propozycje zmian w międzynarodowym systemie finansowym wysuwane przez Chiny, Niemcy, Rosję oraz Stany Zjednoczone w sytuacji globalnego kryzysu finansowego, trwającego od 2007 r.

Ewolucja kryzysów finansowych i ich przyczyn w gospodarce światowej

Przez kryzys powszechnie rozumie się załamanie koniunktury, którego efektem jest spadek produkcji i zahamowanie tempa wzrostu gospodarczego. Kryzysy finansowe można zdefiniować jako epizody gwałtownych zmian na rynku finansowym, które wiążą się z niedoborem płynności i/lub niewypłacalności uczestników rynku oraz interwencjami władz publicznych mającymi temu zapobiec (Bordo, Eichengreen, Klingebiel, Martinem-Peira, 2000, s. 55).

Wśród ważniejszych przyczyn wybuchu kryzysów finansowych należy wymienić deregulację rynków finansowych, wprowadzenie nowych instrumentów finansowych cechujących się niskimi kosztami transakcyjnymi oraz oferujących możliwość wysokich zysków,

a także szeroka ofertę kredytową banków, zwiększającą potencjał spekulacyjny uczestników rynku (Aschinger, 1996). Nierównowaga gospodarcza lub finansowa jest impulsem do wybuchu kryzysu.

Kryzysy są nieodłączną cechą gospodarki światowej. Najczęściej wyróżnia się cztery rodzaje kryzysów finansowych: kryzysy walutowe (currency crisis), kryzysy bankowe (banking crisis), kryzysy zadłużenia (debt crisis) oraz kryzysy systemu finansowego (systemic financial crisis). Kryzys walutowy oznacza zaburzenia na narodowych i/lub międzynarodowych rynkach walutowych, najczęściej bezpośrednio wywołane spekulacyjnymi atakami krótkoterminowego kapitału zagranicznego, objawiające się m.in. głębokimi spadkami kursów walutowych, rezerw walutowych i/lub dużymi wzrostami stóp procentowych (Kaminsky, Lizondo, Reinhard, 1997, s. 15). Kryzys bankowy odnosi się z kolei do sytuacji, w której dochodzi do znacznego obniżenia ogólnego poziomu kapitału w systemie bankowym, co grozi niedoborem płynności lub niewypłacalnością banków i zmusza je do zawieszenia wypłaty zobowiązań i/lub rząd do udzielenia bankom wsparcia finansowego na szeroką skalę, aby temu zapobiec ((Bordo, Eichengreen, Klingebiel, Martinem-Peira, 2000, s. 55). Kryzys zadłużenia zagranicznego jest sytuacją, w której kraj nie jest w stanie obsługiwać swego zadłużenia zagranicznego, zarówno zobowiązań rządu, jak i firm prywatnych. Trudności z obsługą długu mogą być spowodowane krótkoterminową utratą płynności (np. w następstwie nagłego wstrzymania dopływu kapitału lub jego raptownego odpływu, gwałtownego wzrostu kosztów importu lub spadku wpływów z eksportu) albo długookresową utratą wypłacalności, która najczęściej ma podłoże strukturalne i oznacza, że kraj nigdy nie będzie w stanie spłacić swego zadłużenia. Z kolei kryzys systemu finansowego, oznacza kompletne załamanie się systemu finansowego, jako całości (instytucji i rynków finansowych), przejawiające się w niezdolności do realizowania jego podstawowych zadań (w tym przede wszystkim pośredniczenia w gromadzeniu i alokacji oszczędności) i wywierające bardzo niekorzystny i długoterminowy wpływ na gospodarkę. Do kryzysu tego najczęściej dochodzi w wyniku rozległego kryzysu bankowego, który swym zasięgiem obejmuje dużą liczbę ważnych systemowo banków, co destabilizuje funkcjonowanie całego systemu finansowego (Mesjasz, 2003, s. 102).

Przyczyny kryzysów walutowych oraz mechanizmy ich powstania zmieniały się wraz z kolejnymi falami kryzysów. W ślad za tym pojawiały się kolejne teoretyczne modele kryzysów próbujące wyjaśnić proces ich powstawania. Na ogół wyróżnia się trzy grupy modeli: modele pierwszej generacji (kanoniczne), modele drugiej generacji oraz modele trzeciej generacji (eklektyczne).

Modele pierwszej generacji, których prekursorem był Paul Krugman, powstały w odpowiedzi na kryzysy walutowe, które wybuchały w kilku krajach Ameryki Łacińskiej w latach 1981-1982 (Krugman, 1979, s. 311-325). Według tych modeli, główną przyczyną kryzysów walutowych jest niezgodność pomiędzy nadmiernie ekspansywną polityką fiskalną i/lub pieniężną a polityką stałego kursu walutowego. Nadmierne wydatki rządu prowadzą do dużego deficytu budżetowego, a w ślad za tym wzrostu krajowego popytu i importu, co pogarsza bilans handlowy. Finansowanie deficytu budżetowego emisją pieniądza nakręca tendencje inflacyjne. Relatywnie tanieje import i drożeje eksport, co dodatkowo powiększa deficyt w obrotach handlowych. Rezerwy walutowe szybko topnieją, aż osiągają taki niski poziom, przy którym dewaluacja jest nieunikniona. Następuje atak spekulacyjny, który przyspiesza załamanie waluty (Mesjasz, 2003, s. 104-106). Przykładem tych kryzysów, mogą być niewątpliwie kryzysy walutowe w Ameryce Łacińskiej (Argentyna, Boliwia, Brazylia, Chile, Meksyk, Urugwaj), które zapoczątkowały kryzys zadłużeniowy (sierpień 1982 r.).

Początek lat 90. XX w. pokazał, że wbrew teorii kanonicznej kryzysy walutowe mogą zdarzyć się w krajach prowadzących rozważną politykę makroekonomiczną, pozostającą w zgodzie z reżimem stałego kursu walutowego oraz dysponujących dużą ilością rezerw walutowych. Na gruncie tych obserwacji powstały modele kryzysów walutowych drugiej gene-

racji, których prekursorem był Maurice Obstfeld (Obstfeld, 1986, s. 72-81). Modele drugiej generacji podkreślają rolę wielkich inwestorów, którzy dzięki swojej pozycji i wielkości obracanego kapitału, są w stanie przeprowadzić skuteczne ataki spekulacyjne na tak dużą skalę, że wywołują panikę na rynku i masową ucieczkę kapitału. Przykładami tych kryzysów mogą być kryzysy Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1992-1993 (Finlandia, Hiszpania, Irlandia, Norwegia, Portugalia, Włochy oraz Wielka Brytania), kryzys w Meksyku (1994-1995), w Czechach (1996) a także w Hongkongu (1998).

Modele trzeciej generacji powstały w odpowiedzi na kryzys azjatycki w 1997 r., który nie był tak jednorodny, jak kryzysy pierwszej czy drugiej generacji. W efekcie pojawiły się eklektyczne modele kryzysów walutowych zakładające, że przyczyny kryzysów wynikają nie tylko z niespójności polityki makroekonomicznej czy niekorzystnych zbiegów okoliczności, prowokujących ataki spekulacyjne, ale również ze słabości strukturalnych na szczeblu mikroekonomicznym oraz niepożądanych zjawisk związanych z niedoskonałościami rynku finansowego, takich jak: pokusa nadużycia, negatywna selekcja, efekt domina (zarażania) oraz instynkt stadny. Przykładami tych kryzysów mogą być kryzysy w Tajlandii, Malezji, Korei Południowej, Filipinach oraz Indonezji (1997), w Rosji i Kolumbii (1998), w Brazylii i Ekwadorze (1999), w Kolumbii (2000), w Turcji (2001) oraz w Argentynie (2001-2003).

Doświadczenia kryzysów finansowych ostatnich dekad wskazują, że przyczyny ich zaistnienia były odmienne, jednak w większości przypadków wiązały się jednocześnie z niedostosowaniem krajowych rynków finansowych i prowadzonej polityki ekonomicznej do sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym. Szczególnie podatne na sytuacje kryzysowe były kraje rozwijające się.

Zdaniem J. Tyrole do najważniejszych zjawisk poprzedzających sytuacje kryzysowe w krajach rozwijających się zaliczyć należy:

- Liberalizację przepływów kapitałowych, której towarzyszą duże napływy kapitałowe.
- Kruchość systemu bankowego.
- Zadłużenie gospodarki wyrażone w obcej walucie i w krótkoterminowych zobowiązaniach dłużnych, co naraża gospodarkę na ryzyko podlegania wahnięciom kursów walut krajów obcych i zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu.
- Zmiany w otoczeniu makroekonomicznym (np. narastanie deficytu fiskalnego do bardzo wysokiego poziomu, nieudane próby sterylizacji napływów kapitałowych przez politykę monetarną).
- Złą infrastrukturę instytucjonalną (złe zarządzanie państwem, słaba ochrona działań inwestycyjnych, korupcja, brak przejrzystości w strukturach państwa itp.).
- Stosowanie reżimu kursowego, zwłaszcza przejęcie kursu sztywnego czy powstanie izby walutowej (currency board) (Tyrole, 2002).

Wśród głównych przyczyn wybuchu globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w 2007 r.¹, wymienia się dwa rodzaje zjawisk. W grupie zjawisk makroekonomicznych do najważniejszych należy zaliczyć narastającą w ciągu ostatniego dziesięciolecia skalę globalnych nierównowag, długotrwałe niskie realne stopy procentowe oraz oderwane od fundamentów ceny aktywów. Zjawisko globalnych nierównowag potwierdzają rozbieżności sald rachunku obrotów bieżących pomiędzy gospodarkami G7 a azjatyckimi gospodarkami wschodzącymi oraz Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Poszukując przyczyn tych nierównowag wskazuje się z jednej strony na poważne nadwyżki oszczędności w gospodarkach wschodzących (kraje azjatyckie, eksporterzy ropy naftowej) oraz słabo rozwinięte systemy pośrednictwa finansowego utrudniające ich efektywne inwestowanie w tychże krajach,

¹ Światowy kryzys gospodarczy z 2007 r. oceniany jest jako najgłębsza recesja gospodarki światowej od czasu Wielkiego Kryzysu z przełomu lat dwudziestych i trzydziestych minionego stulecia.

a z drugiej strony zbyt niską stopę oszczędzania w krajach rozwiniętych, a w szczególności w Stanach Zjednoczonych. Ponadto, istotnym katalizatorem tych zjawisk był przyspieszający w ostatniej dekadzie proces włączenia się Chin do gospodarki światowej. Kontrola inflacji doprowadziła do stosunkowo długiego okresu utrzymywania się realnych stóp procentowych na niskim poziomie zarówno w USA, jak i innych krajach rozwiniętych. Przyczyniło się to do szybkiego wzrostu kredytu w tych krajach oraz istotnego wzrostu cen aktywów (szczególnie akcji i nieruchomości). Inwestorzy oraz instytucje finansowe poszukując wysokich stóp zwrotu akceptowali wyższe ryzyko inwestycji. Wszystkie te zjawiska doprowadziły do nierównowag, a co za tym idzie zaburzeń makroekonomicznych i strukturalnych w wielu krajach.

W grupie zjawisk o charakterze mikroekonomicznym, związanych przede wszystkim z funkcjonowaniem systemu finansowego należy wymienić: wadliwą strukturę bodźców (indywidualnych i instytucjonalnych), słabości metod pomiaru, wyceny i zarządzania ryzykiem, nieefektywny nadzór właścicielski oraz luki w systemie regulacyjnym (regulacje mikro-i makroostrożnościowe). Kryzys ujawnił, że ważne znaczenie miały wzajemne interakcje pomiędzy czynnikami mikro- i makroekonomicznymi. Doprowadziły one do niespotykanego dotychczas wzrostu relacji wartości aktywów sektora finansowego do posiadanych kapitałów własnych, czyli wysokości dźwigni finansowej. W momencie wybuchu kryzysu i pojawienia się trudności z odnowieniem finansowania krótkoterminowego oraz pozyskaniem nowych źródeł finansowania banki zostały zmuszone do obniżenia zadłużenia, czyli wycofania zaangażowanych w niektóre inwestycje środków, w celu pozyskania płynności na spłatę zapadających zobowiązań. Efektem tego był gwałtowny odpływ kapitału z wielu rynków, w tym rynków wschodzących oraz spadek cen aktywów. Wysoki stopień dźwigni spowodował, że już niewielka utrata wartości aktywów prowadził do problemów z wypłacalnością wielu instytucji finansowych, którym brakowało zasobów kapitałowych w wysokości pozwalającej absorbować straty (Raport NBP, 2009, s. 4-8).

Skutki kryzysów finansowych

Zdaniem prof. E. Chrabonszczewskiej wysokiej globalizacji rynków finansowych nie odpowiada taki sam stopień globalizacji gospodarki. Związek poszczególnych krajów z rynkiem finansowym, a także udział sektora finansowego w gospodarkach poszczególnych krajów, nie jest identyczny, co powoduje, że krach finansowy nie będzie tak samo odbierany we wszystkich krajach. Siła oddziaływania światowych kryzysów finansowych na gospodarkę zależy od:

- Związku gospodarki i krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym.
- Stopnia otwarcia gospodarki, który mierzony jest udziałem eksportu i importu w PKB (kraje o wysokim stopniu otwarcia są bardziej narażone na skutki kryzysu niż kraje, które nie posiadają szerokich stosunków z zagranicą).
- Udziału sektora finansowego w gospodarce krajowej oraz stopnia jego internacjonalizacji, mierzonej stopniem operacji przeprowadzanych przez nierezydentów na rynku finansowym krajowym oraz udziałem operacji przeprowadzanych przez rezydentów poza rynkiem krajowym. Kraje o wysokim stopniu internacjonalizacji są bardziej narażone na skutki kryzysu finansowego. Należy jednak odróżnić kraje posiadające rozwinięty sektor finansowy, o zdrowej strukturze instytucjonalnej, mogącej stawić czoła zwiększonym przepływom kapitału dzięki odpowiednim mechanizmom stabilizującym, od krajów o słabej strukturze instytucjonalnej, w których mechanizmy stabilizujące nie istnieją lub są zbyt słabe, by przeciwstawić się kryzysom (Chrabonszczewska, 2005, s. 318).

Wśród głównych skutków kryzysów finansowych wymienić można spadek tempa wzrostu PKB, spadek rezerw walutowych, dewaluację/deprecjację waluty narodowej, zburze-

nia w równowadze płatniczej, odpływ kapitałów krótkoterminowych czy spadek inwestycji bezpośrednich.

Wyniki badań przeprowadzonych przez MFW, w których uwzględniono przeszło 100 epizodów finansowych turbulencji w krajach rozwiniętych, w minionych trzech dekadach pokazały, iż recesja gospodarcza najczęściej następowała po kryzysach finansowych obejmujących sektor bankowy. Jak empirycznie udowodniono, prawdopodobieństwo wystąpienia recesji rośnie w przypadkach, w których kryzys był poprzedzony lub wywołany silnym wzrostem cen nieruchomości, akcji, jak również wzrostem liczby i wartości udzielonych kredytów. Jednocześnie, jak to pokazało badanie MFW, recesje gospodarcze były tym głębsze, im w większym stopniu zadłużone były gospodarstwa domowe. Recesje gospodarcze będące następstwem kryzysów finansowych były też bardziej dotkliwe w krajach o najbardziej rozpowszeczonych, nowoczesnych technikach finansowych, m.in. sekurytyzacji aktywów (WEO, IMF, 2008, s. 129-150).

W zależności od typu kryzysu, poważnym obciążeniem związanym z rzeczywistymi kosztami jest również okres przywracania danej gospodarki do względnej równowagi po zanotowanym szoku. Według MFW w latach 90. XX w., w przypadku samych tylko kryzysów walutowych średnio aż 19 miesięcy było niezbędne do osiągnięcia przez gospodarkę stanu sprzed załamania. Jeszcze więcej czasu wymagało przezwycięzenie bezpośrednich skutków kryzysów w sektorze bankowym i kryzysów bliźniaczych (odpowiednio ponad 37 miesięcy i ponad 38 miesięcy) (WEO, IMF, 1998).

Konsekwencji gospodarczych globalnego kryzysu finansowego, który ujawnił się w 2007 r. na rynku amerykańskim a później rozszerzył na inne rynki jest wiele (Nawrot, 2009, s. 17-18). Wśród ważniejszych jego przejawów należy wymienić m.in. znaczący spadek realnych stóp procentowych, produkcji, eksportu, nakładów inwestycyjnych a w konsekwencji spadek PKB, PKB na 1 mieszkańca i wzrost luki PKB. Według danych Banku Światowego realny PKB w gospodarce światowej spadł z 3,8% w 2007 r. do 1,9% w 2008 r. oraz -2,9% w 2009 r. W krajach wysokiego dochodu wynosił on odpowiednio 2,6%, 0,7% oraz -4,2% natomiast w krajach rozwijających się 8,1%, 5,9% oraz 1,2% (World Bank, GDF 2009, s. 9).

Łagodzenie skutków kryzysów finansowych

MFW, Bank Światowy a także inne międzynarodowe organizacje finansowe odgrywają kluczową rolę w łagodzeniu skutków kryzysów. Pomoc antykryzysowa obejmuje pomoc finansową, uwarunkowaną przyjęciem programu dostosowawczego. Pomoc finansowa dostarczająca płynności krajom dotkniętym kryzysem jest ważna, ponieważ w sytuacji, gdy rezerwy banku centralnego spadają do zbyt niskiego poziomu, skala dewaluacji waluty może być bardzo głęboka, co udowodniły zarówno kryzysy walutowe w Ameryce Łacińskiej w latach 1981-1982, jak i w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r.² (Presentations..., 1998, s. 26) czy wreszcie obecny globalny kryzys finansowy, trwający od połowy 2007 r.

W ostatnich dziesięcioleciach, ze względu na wzrost zjawisk kryzysowych MFW dla przywrócenia równowagi podejmował różne działania. Narzędziami kredytowymi stanowiącymi ważny strumień finansowania były transze, promesy, mechanizmy specjalne, pożyczki preferencyjne i kryzysowe. Do podstawowych instrumentów potencjalnie wspierających w przypadku kryzysu należą obecnie typowe procesy kredytowe (Stand-by arrangements, SBA), rozszerzone udogodnienia kredytowe (Extended FundFacility, EFF), zorientowane na finansowanie długoterminowe dla krajów wymagających poważnych reform strukturalnych

² Zgodnie z wynikami badań MFW nad kryzysami finansowymi, kryzysy walutowe w krajach Ameryki Łacińskiej na początku lat 80. XX w. były niemal 4-krotnie bardziej dotkliwe niż w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r.; przyjmując za miernik „dotkliwości” stopień deprecjacji walut oraz odsetek utraconych rezerw dewizowych w związku z ratowaniem tych walut.

oraz uzupełniające udogodnienie rezerwowe (Supplemental Reserve Facility, SRF), dostarczające więcej krótkoterminowych pożyczek w przypadku nagłego odpływu kapitału zagranicznego z danej gospodarki.

W latach 1984-2004 zaangażowanie MFW widoczne było w wielu regionach. W 1984 r. ze wsparcia Funduszu skorzystała Brazylia, pożyczając prawie 1,4 mld SDR, w latach 1984-1990 systematycznie z pożyczek korzystały Argentyna i Meksyk. Fundusz uruchomił kredyty w wysokości 8,758 mld SDR dla Argentyny w latach 1991-1995 oraz dla Meksyku w 1995 r. W gronie pożyczkobiorców Funduszu na dużą skalę znalazła się także Rosja. Kolejne pięć lat to okres kryzysu zadłużeniowego Azji (Kosztowniak, 2007, s. 99-130): kredyty dla Indonezji tylko w 1997-1999 osiągnęły poziom 7,5 mld SDR, z tego tylko 4,254 mld SDR w 1998 r. W latach 1997-1998 Korea Południowa wykorzystała kwotę 14,05 mld SDR. Do grona pożyczkobiorców z Azji dołączyła także Brazylia, biorąc w latach 1998-1999 kredyt w wysokości 7,87 mld SDR. Nowe tysiąclecie przyniosło kryzysy w Argentynie, która zaciągnęła w latach 2001-2004 kredyty w wysokości 14,5 mld SDR oraz w Brazylii (kredyty w wysokości przeszło 30 mld SDR) i Turcji (kredyty przeszło 20 mld SDR) (Biernaś, 2006, s. 59).

Kryzysy finansowe lat 1995-1998 zwiększyły zapotrzebowanie MFW na środki interwencyjne. Było to impulsem do podpisania Nowego Porozumienia Pożyczkowego (New Arrangement to Borrow, NAB). NAB rozpoczął funkcjonowanie 17 listopada 1998 r.; jest to porozumienie 5-letnie MFW i 25 państw, które może być przedłużone. W sumie na podstawie zawartych porozumień pożyczkowych, w dyspozycji MFW znajduje się: 17 mld SDR dostępnych na podstawie Ogólnego Porozumienia Pożyczkowego (General Arrangements to Borrow, GAB), 34 mld SDR dostępnych na podstawie NAB oraz 1,5 mld SDR na podstawie porozumienia z Arabią Saudyjską (Biernaś, 2006, s. 54).

W przezwyciężaniu sytuacji kryzysowej w krajach azjatyckich istotną okazała się także pomoc Banku Światowego. W przypadku Korei wyniosła ona 10 mld USD, w Indonezji 4,5 mld USD oraz 1,5 mld USD w Tajlandii (Wolfesohn, 1998). Część tych środków została przeznaczona na wsparcie reform uzgodnionych przez zainteresowane kraje z MFW. Wspierając finansowo kraje dotknięte kryzysem, Bank Światowy za priorytetowe cele uznał:

- Reformy w sektorze finansowym i w sektorze przedsiębiorstw.
- Zwiększenie przejrzystości w działaniu instytucji rządowych, w tym ograniczenie zjawiska korupcji.
- Wzmocnienie ochrony socjalnej najuboższych, co Bank uznał za szczególnie istotne z uwagi na gwałtowny wzrost bezrobocia (np. w Tajlandii w ciągu kilku miesięcy pracę straciło ponad 800 tys. osób) i praktycznie brak jakiegokolwiek systemu zasiłków dla bezrobotnych (Oręziak, 2000, s. 167-168).

Wśród oficjalnych międzynarodowych instytucji, poza MFW i Bankiem Światowym, wsparcie finansowe kierowane było m.in. przez Azjatycki Bank Rozwoju (dla Indonezji), Międzyamerykański Bank Rozwoju (dla Brazylii) oraz inne instytucje, w ramach porozumień multilateralnych (wielostronnych).

Pomimo różnic w kryzysach finansowych dotyczących kraje Ameryki Łacińskiej, Azji Południowo-Wschodniej czy Europy, MFW uwzględniał w zalecanych programach dostosowawczych podobne warunki, takie jak: ograniczenie inflacji, przejście od deficytu do nadwyżki w bilansie obrotów bieżących dla wygenerowania dodatkowych środków na obsługę zadłużenia zagranicznego, zmniejszenie akcji kredytowej banków oraz podniesienie stóp procentowych, anulowanie specjalnych przywilejów podatkowych, celnych i kredytowych. Oprócz działań doraźnych, Fundusz określał konieczne reformy strukturalne mające na celu wzmocnienie sektora finansowego, liberalizację rynku wewnętrznego i odbudowę zaufania na rynkach międzynarodowych. Wśród reform strukturalnych wymieniane były m.in.: wyeliminowanie państwowego monopolu na import i dystrybucję towarów, deregulację handlu zagra-

nicznego, zniesienie wszelkich restrykcji w produkcji i w obrocie krajowym i zagranicznym, stworzenie nowych bodźców dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Fundusz zalecał, również wprowadzenie sztywnego kursu walutowego w ramach izby walutowej (np. w Hongkongu czy Indonezji).

Pakiety finansowe uruchomione przez MFW, Unię Europejską, Bank Światowy oraz EBOiR w latach 2008-2009 wyniosły m.in. dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej odpowiednio: 20 mld EUR dla Węgier, 7,5 mld EUR dla Łotwy, 20,0 mld EUR dla Rumunii, 10,4 mld EUR dla Ukrainy, 1,8 mld EUR dla Białorusi oraz 3,0 mld EUR dla Serbii (Analiza..., 2009, s. 28-29).

Działania zapobiegające powstawaniu kryzysów finansowych

Jak zauważa J. K. Solarz kryzysy finansowe nowej generacji wykazały, że dotychczasowe metody wczesnego ostrzegania o możliwościach wystąpienia zaburzeń na wschodzących rynkach finansowych nie zdały egzaminu. Były one oparte na teoriach kryzysów finansowych pierwszej generacji, z dominacją znaczenia stanu deficytu budżetowego. Koniecznością stało się opracowanie nowych teorii wyjaśniających pojawienie się kryzysów kolejnych generacji oraz elastycznych i holistycznych systemów wczesnego ostrzegania o zmianach stanów systemów finansowych krajów o wschodzących rynkach (Solarz, 2001, s. 11).

Międzynarodowe instytucje finansowe w obliczu ostrej krytyki pod koniec lat 90. XX w. podjęły działania usprawnienia metod wczesnego ostrzegania o wystąpieniu zjawisk kryzysowych. MFW wspólnie z Bankiem Światowym oraz międzynarodowymi instytucjami finansowymi opracował Program oceny sektora finansowego (Financial Sector Assessment Program, FSAP) oraz Program oceny stabilności systemu finansowego (Financial System Stability Assessments, FSSAs) mające służyć ocenie sektora finansowego i przeciwdziałać kryzysom finansowym.

W obu programach wykorzystywane są wskaźniki makroprudencyjne tworzące integralną część systemu nadzoru prowadzonego przez MFW w związku z realizacją art. IV statutu MFW. Stosowane są trzy grupy wskaźników makroprudencyjnych:

- Zaagregowane wskaźniki makroprudencyjne obejmujące wskaźniki pomiaru: adekwatności kapitałowej, jakości aktywów i zarządzania, oszczędności, wskaźniki zwrotu z aktywów i kapitału oraz dochodów i wydatków, a także wrażliwości na ryzyko rynkowe.
- Wskaźniki makroekonomiczne obejmujące wskaźniki: wzrostu gospodarczego, bilansu płatniczego, inflacji, zmienności stóp procentowych i kursów walutowych, wzrostu cen aktywów i pożyczek oraz efektu zainfekowania i inne.
- Wskaźniki oceny rynku obejmują: ceny rynkowe instrumentów finansowych, wskaźniki rentowności, rating kredytowy oraz najwyższy spread rentowności (Chrabonszczewska, 2005, s. 282-286).

Zadaniem Programu oceny sektora finansowego, zainicjowanego w 1998 r. jest ocena stabilności krajowego systemu finansowego, pomoc krajowym władzom w identyfikowaniu zagrożeń dla funkcjonowania tego systemu oraz określaniu działań niezbędnych do zmniejszenia ryzyka potencjalnego kryzysu. Program ten, stał się elementem strategii MFW nastawionej na wspieranie krajów członkowskich w umacnianiu instytucji finansowych.

W ramach oceny stabilności systemu finansowego (FSSAs) dokonywana jest:

- Identyfikacja potencjalnej wrażliwości finansowych instytucji i rynku na makroekonomiczne szoki.
- Ocena makroekonomicznych konsekwencji wrażliwości systemu finansowego i reform.
- Rozwój i kolejność kluczowych reform i działalności na rzecz promocji stabilności systemu finansowego.

Program ten, opierając się na analizach ekspertów, bada oraz identyfikuje silne i słabe

strony systemu finansowego poszczególnych krajów, ewaluje ryzyko, udziela pomocy technicznej i doradza w zakresie prowadzonej polityki ekonomicznej.

Opracowane programy oceny sektora finansowego oraz stabilności systemu finansowego są modyfikowane. Rodzaj wskaźników prudencyjnych jest zmieniany w celu poprawy efektywności monitoringu i rozpoznania symptomów przedkryzysowych.

Kolejnym obszarem zapobiegającym powstawaniu kryzysów finansowych jest polityka nadzoru oraz stabilizacji międzynarodowego systemu finansowego. Standardy dotyczące „dobrej kondycji” międzynarodowego systemu finansowego wytypowane przez Forum Stabilności Finansowej (Financial Stability Forum) obejmują normy dotyczące trzech dziedzin:

- Przejrzystości polityki makroekonomicznej i upowszechniania danych.
- Infrastruktury instytucji i rynków.
- Regulacji i kontroli sektora finansowego.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy odpowiedzialny jest za dziedzinę przejrzystości polityki makroekonomicznej i upowszechniania danych. W dziedzinie infrastruktury rynkowej i instytucjonalnej Bank Światowy zajmuje się opracowaniem międzynarodowych norm w zakresie niewypłacalności, Organizacja Współpracy i Rozwoju (OECD) opracowuje zasady zarządzania przedsiębiorstwem, Międzynarodowy Komitet Norm Rachunkowości (IASB) tworzy międzynarodowe standardy rachunkowości, Międzynarodowa Federacja Ekspertów Rachunkowości (IFAC) zajmuje się międzynarodowymi normami audytu, Komitet ds. Systemów Płatności i Rozliczeń (CPSS) opracowuje fundamentalne zasady dla systemów płatności. Natomiast nad zasadami solidarności rynku pracuje Grupa Specjalna ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniądzy (FATF).

Przejrzystości polityki makroekonomicznej i upowszechnianiu danych służą opracowywane przez ekspertów MFW Raporty Okresowe. Raporty te przedstawiają stan realizacji przez państwa członkowskie poszczególnych artykułów Statutu tej organizacji. W typowym raporcie liczącym od 50 do 100 stron poruszane są następujące kwestie:

- Charakterystyka ogólna sytuacji ekonomicznej kraju ze szczególnym uwzględnieniem dynamiki PKB, eksportu, zadłużenia, inflacji, emisji pieniądza, zadłużenia publicznego, charakterystyka sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw.
- Prowadzona polityka finansowa, polityka fiskalna, reformy sektora publicznego i ubezpieczeń społecznych.
- Dane statystyczne dotyczące analizowanych kwestii w perspektywie 5-10 lat (Biernas, 2006, s. 61).

Pozytywna opinia Funduszu o sytuacji ekonomicznej kraju, jest sygnałem dla inwestorów międzynarodowego rynku finansowego; w związku z tym może przyczynić się do napływu kapitału zagranicznego oraz ułatwiać udostępnianie różnych kredytów, w tym ze strony Banku Światowego i banków regionalnych.

Krytyka i propozycje reformy międzynarodowych instytucji finansowych

Po serii kryzysów w latach 90. XX w. międzynarodowe instytucje finansowe podlegają ostrej krytyce. Zarzutów wysuwanych pod ich adresem jest wiele. Najważniejszym z tych zarzutów jest „nieefektywność w przeciwdziałaniu powstaniu kryzysów finansowych”. Instytucje takie, jak MFW pomagają, co najwyżej w wychodzeniu z kryzysu, ale nie zapobiegają ich powstaniu. Dlatego też postuluje się zreformowanie międzynarodowych instytucji pod kątem przeciwdziałania powstaniu kryzysów finansowych.

Przeciwnicy dotychczas prowadzonej polityki ekonomicznej przez międzynarodowe instytucje finansowe ujawniają negatywne skutki i wskazują na ich przyczyny. Wśród negatywnych skutków oprócz kryzysów finansowych wymieniane są także: wzrost zadłużenia, pogłębianie się dysproporcji gospodarczych, wzrost skali ubóstwa, niska efektywność pro-

gramów dostosowawczych i pomocy finansowej, niski poziom akumulacji wewnętrznej, słabe tempo wzrostu gospodarczego, nasilenie zjawisk moral hazard oraz koncentrowanie się kosztów i negatywnych efektów globalizacji na rynkach krajów rozwijających się. Wśród najważniejszych problemów międzynarodowego systemu finansowego wymienia się pranie pieniędzy, raje podatkowe i inne szkodliwe praktyki fiskalne oraz centra finansowe offshore (Fisher, 2000, s. 242).

O niewłaściwie prowadzonej polityce międzynarodowych instytucji finansowych wobec krajów rozwijających się świadczy: brak kontroli kapitałowej i regulacji sektora finansowego, forsowanie programów ekonomicznych opartych na zbyt szybkiej liberalizacji handlowej i finansowej, propagowanie restrykcyjnej polityki monetarnej dławiącej popyt krajowy, brak skutecznych metod oceny wrażliwości gospodarczej i finansowej krajów zadłużonych informujących o możliwości wybuchu kryzysu finansowego, nieskuteczne metody zarządzania długiem zagranicznym oraz minimalizacji strat po wybuchu kryzysu finansowego, oferowanie pomocy wiązanej, która wymaga, aby projekty były realizowane w oparciu o zasoby firm pochodzących z kraju-darczyńcy, brak wspólnych procedur udzielania pomocy, monitorowania i oceny projektów przez kraje wierzycielskie należące do MFW, BŚ oraz OECD.

Kolejnymi zarzutami formułowanymi pod adresem międzynarodowych instytucji finansowych są: jednostronna orientacja na interesy wierzycieli, w tym udzielanie kredytów służących zabezpieczeniu ich interesów i ochronie przed skutkami kryzysów a w mniejszym stopniu pomagających dłużnikom przezwyciężyć kryzys płynności, brak przejrzystości działania, naruszanie zasady rynkowej alokacji inwestycji i przyczynianie się do powstania kryzysów³, kwotowy system głosowania w MFW, BŚ oraz w WTO, zapewniający decydujące prawo głosu krajom wierzycielskim a ograniczający prawa krajów dłużniczych, pozbawionych wpływu na decyzje podejmowane wobec ich gospodarek⁴ (Stiglitz, 2005).

Dotychczasowe działania dotyczące wzmocnienia architektury międzynarodowego systemu polegające na zapobieganiu i rozwiązywaniu kryzysów, walce z praniem pieniędzy oraz wzmocnienia stabilności finansowej nie przyniosły zdecydowanych efektów, czego wynikiem jest obecny kryzys finansowy (Kosztowniak, 2008, s. 309-316). Międzynarodowe instytucje finansowe nie kontrolują skutecznie centrów finansowych offshore, funduszy hedgingowych czy przepływu kapitałów krótkoterminowych. Fakt dobrowolnego przystąpienia do Programu oceny sektora finansowego (FSAP) nie poprawia nadzoru i przeciwdziałania kryzysom finansowym.

Reforma działalności MFW powinna dotyczyć ponownego zdefiniowania warunków udzielania wsparcia finansowego poszczególnym krajom oraz kosztów tej pomocy. Fundusz powinien zredukować aktywność w postaci pożyczkodawcy ostatniej instancji, bardziej indywidualnie podchodzić do problemów konkretnych gospodarek, a także zmienić parytet głosów wewnątrz organizacji. Fundusz powinien wzmocnić działania reformy nadzoru nad krajami członkowskimi w celu rozwiązania zagrożeń systemowych w odniesieniu do globalnej nierównowagi i turbulencji walutowych oraz wprowadzić nowe narzędzia wsparcia krajów, które prowadzą odpowiednią politykę gospodarczą, ale mogą doświadczyć przejściowych problemów finansowych. Postuluje się, również wprowadzenie nowych reguł wyłaniania dyrektora generalnego Funduszu oraz powoływania do organów zarządczych tylko ekspertów, a nie przedstawicieli rządów krajów członkowskich (Kenen, 2007).

Postulaty reformy międzynarodowych instytucji finansowych oraz funkcjonowania

³ Jest to możliwe, gdyż prywatne instytucje finansowe udzielały ryzykownych i nadmiernych kredytów licząc, że w przypadku wystąpienia trudności z ich spłatą MFW udzieli pomocy dłużnikom i nie pozwoli im zbankrutować.

⁴ Obecnie w gronach decyzyjnych MFW i BŚ zaledwie kilkanaście najzamożniejszych krajów posiada aż 60% głosów. Organizacja Bretton Woods Project zwraca uwagę, że 46 krajów z Afryki Subsaharyjskiej ma zaledwie 2 dyrektorów wykonawczych w radach tych organizacji, natomiast każdy z ośmiu najbogatszych krajów posiada swojego dyrektora. USA dysponuje nawet prawem weta w MFW. Trudno zatem, aby w takiej sytuacji te organizacje działały w równym stopniu na rzecz swoich głównych udziałowców, jak i na rzecz krajów znajdujących się na niższym poziomie zamożności.

międzynarodowego systemu finansowego są szczególnie pilne w trakcie globalnego kryzysu finansowego z 2007 r. Obecny kryzys finansowy ujawnił słabe strony systemu i zakres prac naprawczych oraz potrzebę radykalnych reform. Potrzebny jest konsensus wszystkich uczestników globalnego systemu finansowego w jego przebudowie.

Chiny apelują o jak najszybsze zreformowanie światowego systemu finansowego, w tym stworzenie światowych rezerw finansowych, podlegających kontroli MFW. Rolę waluty światowej powinna pełnić międzynarodowa jednostka rozrachunkowa MFW, tzw. specjalne prawa ciągnięcia (SDR). Chińska propozycja zakłada rozszerzenie koszyka bazowego dla SDR-ów o wszystkie główne waluty świata i ustalenie porozumienia wymiany między SDR-ami a poszczególnymi walutami, aby mogły one być użyte w handlu i transakcjach międzynarodowych⁵ (Chiny..., 2009). Inne propozycje wysuwane przez kraje rozwijające się, dotyczą zwiększenia ich głosów w międzynarodowych instytucjach finansowych. Wiąże się to, ze zwiększeniem wkładu krajów wschodzących w gospodarce światowej, w tym szczególnie Chin i Indii.

Prezydent Niemiec H. Koehler zaproponował wprowadzenie pod auspicjami Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ) zasadniczej reformy międzynarodowego systemu finansowego i gospodarczego. Zaproponował inicjację układu Bretton Woods II, który wprowadziłby przemyślany światowy system walutowy oraz polityczny, przeciwdziałający globalnym zaburzeniom równowagi (Koehler..., 2009).

Zdaniem prezydenta Rosji D. Miedwiediewa, zreformowanie światowego systemu finansowego potrwa lata i powinno się zacząć „natychmiast”. Nowy globalny system, proponowany przez Rosję, powinien znaleźć formalny kształt w pakcie międzynarodowym. Nowy system powinien zachęcać do umotywowanego i zrównoważonego zachowania graczy oraz mieć wspólne źródła oparte na wielu globalnych centrach finansowych i wielu walutach rezerwowych. Miedwiediew proponuje, aby zmniejszyć zależność gospodarki światowej od dolara amerykańskiego. Rosja stoi na stanowisku wypracowania globalnych reguł zarządzania ryzykiem, które powinny opierać się na zharmonizowanym systemie a nie na modelu amerykańskim, który zawiódł. Potrzebne są powszechne, sformalizowane reguły, które będą stosowane bez uwzględniania reguł krajowych⁶ (Miedwiediew..., 2008).

Szef Departamentu Skarbu Stanów Zjednoczonych T. Geithner proponuje większą kontrolę rynku finansowego. Nadzorem finansowym oprócz banków powinny zostać objęte również fundusze hedgingowe, private equity oraz rynek instrumentów pochodnych.

Zgodnie z postanowieniami szczytu G20 w kwietniu 2009 r. reforma MFW ma polegać na zmianach: w ustalaniu mandatów, w tym przyznaniu mandatu największym państwom rozwijającym się i reformie podziału głosów, zmianach zakresu działania i zarządzania Funduszem oraz wprowadzeniu bardziej elastycznych warunków udzielania pożyczek. Założono zwiększenie zdolności pożyczkowej Funduszu o 750 mld USD (500 mld z wpłat od krajów członkowskich i 250 mld z emisji SDR) oraz 100 mld z międzynarodowych banków rozwoju w celu przeznaczenia ich dla państw rozwijających się i rynków wschodzących, które nie mają wystarczających możliwości budżetowych do pobudzenia wzrostu gospodarczego oraz na dokapitalizowanie banków, finansowanie handlu, obsługę zadłużenia czy wsparcie bilansu płatniczego (Gradziuk, 2009).

⁵ Według zachodnich źródeł Chiny zainwestowały w amerykańskie obligacje rządowe i inne papiery wartościowe w USA około połowy z 2 bln USD swoich rezerw dewizowych. Szacuje się, że od początku kryzysu finansowego na przełomie lat 2007/2008 do marca 2009 r. mogły stracić na tych inwestycjach ponad 80 mld USD.

⁶ Kreml ma ambicję odgrywania większej roli na światowej scenie, uważa kryzys za okazję do umocnienia pozycji Rosji, jako dużego gracza w nowym finansowym systemie, który wyłoni się z kryzysu.

Podsumowanie

Obszarem niesprawności międzynarodowych instytucji finansowych jest brak skutecznej kontroli kapitałowej i regulacji sektora finansowego oraz skutecznych metod oceny i wrażliwości gospodarczej i finansowej. Zarzuca się im brak skuteczności w przeciwdziałaniu powstaniu kryzysów finansowych. Za przyczynę nieefektywnej polityki międzynarodowych instytucji finansowych uważa się automatyzm programów łagodzących skutki kryzysów, bez uwzględnienia odmienności sytuacji kryzysowej w poszczególnych krajach, czy regionach. W krajach rozwijających się niekorzystne okazało się forsowanie programów ekonomicznych opartych na zbyt szybkiej liberalizacji handlowej i finansowej. Zalecenia polityki międzynarodowych instytucji finansowych wobec tych krajów się okazały się nieskuteczne, zarówno w przezwyciężeniu problemu zadłużenia zagranicznego, jak i nie uchroniły dobrze rozwijające się kraje azjatyckie przed wybuchem kryzysów finansowych.

Wybuch globalnego kryzysu finansowego z 2007 r. był wywołany przyczynami o charakterze makro- jak i mikroekonomicznym. Wśród nich znajdują się narastające globalne nierównowagi, długotrwałe niskie realne stopy procentowe, błędy w wycenie aktywów oraz słabości pomiaru, wyceny i zarządzania ryzykiem, nieefektywny nadzór właścicielski a także luki w systemie regulacyjnym. Wśród najważniejszych problemów międzynarodowego systemu finansowego wymienia się pranie pieniędzy, raje podatkowe i inne szkodliwe praktyki fiskalne oraz centra finansowe offshore.

Reforma MFW powinna dotyczyć zmian w jego działaniu i zarządzaniu, prowadzonej polityce kredytowej, w tym warunków udzielania wsparcia finansowego poszczególnym krajom oraz zwiększenia jego zdolności pożyczkowych. Powinno również dojść do zmian w ustalaniu mandatów, w tym przyznaniu mandatu największym państwom rozwijającym się oraz reformy podziału jego głosów.

Globalny kryzys finansowy ujawnił potrzebę zmian w międzynarodowym systemie finansowym, który powinien zapewnić większą stabilność jego uczestnikom. Odpowiedzialne za to powinny być instytucje regulacyjne oraz nadzorujące. System regulacji i nadzoru powinien być globalny i obejmować międzynarodowe instytucje finansowe, międzynarodowe rynki finansowe, narodowe instytucje finansowe, ponadnarodowe korporacje oraz państwa.

BIBLIOGRAFIA:

1. Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (2009), NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej.
2. Aschinger G., (1996), The Nature of Financial Crisis. "Economic and Financial Prospects", Swiss Bank Corporation, No. 3, July/August.
3. Biernas B., (2006), Finanse międzynarodowe, PWN, Warszawa.
4. Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peira M.S., (2000), Is Crisis Problem Growing More Severe? "Economic Policy. A European Forum", No. 32.
5. Chiny apelują o reformę międzynarodowego systemu finansowego, (2009), „Państwowa Agencja Prasowa” z dnia 24 marca 2009, <http://biznes.onet.pl/2,1939618,wiadomosci.html> (z dnia 26.03.2009).
6. Chrabonszczewska E., (2005), Międzynarodowe organizacje finansowe, SGH w Warszawie, Warszawa.
7. Fisher M., (2000), La participation du secteur priè est un clède la rèdu systeme monètaire international, "FMI Bulletin" aout 7, [w:] Chrabonszczewska E., (2005), Międzynarodowe organizacje finansowe, SGH, Warszawa.

8. Global Development Finance (2009), The World Bank.
9. Gradziuk A. (2009), Plan G20 ożywienia i reform gospodarki światowej, [w:] "Biuletyn Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych" nr 19 (551) z dnia 7 kwietnia 2009.
10. Kaminsky G.L., Lizondo S., Reinhart C.R., (1997), Leading Indicators of Currency Crisis, „IMF Working Paper”, No. 79.
11. Kenen B.P., (2007), Reform if the IMF, CSR No. 29, Council on Foreign Relations, New York.
12. Koheler proponuje „drugie Bretton Woods”, (2009), „Rzeczpospolita” z dnia 24 marca 2009, Nr 70 (8275), <http://www.rp.pl/artukul/2,281103.html> (z dnia 26.03.2009).
13. Kosztowniak A., (2007), Zadłużenie zagraniczne a rozwój gospodarczy, CeDeWu.
14. Kosztowniak A., (2008), Próby reformowania międzynarodowych instytucji finansowych w dobie globalizacji międzynarodowego systemu finansowego, [w:] Sporek T. (red.), Świat, Europa i Polska w dobie przemian gospodarczych, AE w Katowicach, Katowice.
15. Krugman P., (1979), A Model of Balance of Payments Crisis, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 11.
16. Mesjasz L., Kryzysy finansowe we współczesnej gospodarce, [w:] Miklaszewski S., Mesjasz L., Kolondowski E., Małecki P., Pera J., Bieda M., Garlińska-Bielawska J.,(2003), Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku, Difin, Warszawa.
17. Miedwiediew: reforma światowego systemu finansowego potrwa lata, (2009), „Gazeta.pl” dnia 31 października 2008, <http://serwisy.gazeta.pl/metroon/1,0,5871826.html> (z dnia 27.03.2009).
18. Nawrot W. (2009), Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy, CeDeWu.
19. Obstfeld M., (1986), National and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises, “American Economic Review”, vol. 76.
20. Oręziak L., (2000), Rola MFW, Banku Światowego i innych instytucji w łagodzeniu kryzysów, [w:] E. Chrabonszczewska, L. Oręziak, Międzynarodowe rynki finansowe, SGH w Warszawie, Warszawa.
21. Presentations Spotlight U.S. Economic Issues, (1998), Transition Economics, and Financial Crises, „IMF Survey” January 26.
22. Raport NBP (2009), Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego, Warszawa.
23. Solarz J.K., (2001), Międzynarodowy system finansowy. Istota i perspektywy. „Bank i Kredyt” nr 1-2/2001.
24. Stiglitz J., (2005), Globalizacja, PWN, Warszawa.
25. Tyrole J., (2002), Financial Crises Liquidity and the International Monetary System, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
26. Wolfensohn J., (1998), Asia: The long view. “Financial Times”, London, January 29.
27. World Economic Outlook, (1998), IMF.
28. World Economic Outlook, (2008), Financial Stress, Downturns, and Recoveries. IMF, October.