

Lidia Mesjasz

Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych

# Przyczyny kryzysów finansowych XXI wieku

## 1. Wprowadzenie

Koniec XX wieku przyniósł nową falę kryzysów finansowych w krajach wschodzących rynków (*emerging markets*). Kryzys dotknął kraje takie jak: Meksyk, Tajlandia, Korea Południowa, Indonezja, Malezja, Rosja, Brazylia, Turcja, Argentyna, a także gospodarki mniejszych krajów: Ekwador, Ukraina, Urugwaj i Republika Dominikany. Kryzysy te nazwano kryzysami XXI wieku lub kryzysami rachunku kapitałowego dla podkreślenia roli, jaką w ich powstawaniu odegrała globalizacja rynków finansowych i wzrost mobilności międzynarodowego kapitału<sup>1</sup>. W odróżnieniu od kryzysów zadłużeniowych lat 80. XX wieku, będących wynikiem powolnego wzrostu deficytów na rachunkach obrotów bieżących bilansu płatniczego, kryzysy XXI wieku są efektem nagłych zmian w kierunkach przepływów kapitałowych<sup>2</sup>. Gwałtowne odwrócenie się strumienia kapitału może być spowodowane zarówno słabymi fundamentami polityki gospodarczej krajów wschodzących rynków oraz błędami w niej popełnianymi, jak i zmiennością nastrojów inwestorów, zarażeniem się kryzysem w innym kraju, nagłymi zmianami skłonności inwestorów do ryzyka, a także ogólnymi zmianami warunków na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Poszczególni autorzy przypisują wymienionym czynnikom różną rolę w powstawaniu kryzysów finansowych. Nie ulega jednak wątpliwości, że globalizacja rynków finansowych

<sup>1</sup> Szerzej na temat przyczyn i konsekwencji globalizacji rynków finansowych zob. np. L. Mesjasz, *Kryzysy finansowe we współczesnej gospodarce światowej* [w:] *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, red. S. Miklaszewski, wyd. 2, Difin, Warszawa 2006, s. 108–114.

<sup>2</sup> Na temat różnic pomiędzy kryzysami rachunku kapitałowego lat 90. i kryzysami rachunku bieżącego lat 80. zob. R. Dornbusch, *A Primer on Emerging Market Crises*, NBER Working Paper No. 8326, 2001.

ułatwia przenoszenie się zaburzeń pomiędzy segmentami systemu finansowego, wywołując zjawisko nakładania się na siebie różnego typu kryzysów: walutowych, bankowych, zadłużeniowych i innych, charakterystyczne dla większości kryzysów finansowych ostatnich dwóch dekad.

Pomimo wielu indywidualnych przyczyn kryzysów można wskazać pewne typowe źródła wrażliwości krajów wschodzących zwiększające ryzyko wystąpienia kryzysów finansowych w tej grupie krajów, co odróżnia je od dojrzałych gospodarek rynkowych. Identyfikacja i analiza tych czynników wrażliwości gospodarek wschodzących jest celem niniejszego artykułu.

## **2. Źródła wrażliwości finansowej krajów wschodzących rynków**

### **2.1. Uwagi wstępne**

Do najważniejszych źródeł wrażliwości gospodarek wschodzących, wspólnych dla większości kryzysów finansowych, które wydarzyły się w latach 90. XX wieku i na początku wieku XXI, należy<sup>3</sup>:

- duża nierównowaga makroekonomiczna (deficyty rachunków bieżących, deficyty budżetowe lub obydwa rodzaje deficytów), prowadząca do akumulacji długu publicznego i długu zagranicznego,
- sposób finansowania wyżej wymienionych deficytów (instrumenty dłużne, a nie udziałowe, dług krótkoterminowy i denominowany w walutach obcych) zwiększający ryzyko kryzysu płynności oraz deprecjacji kursu waluty krajowej, a w konsekwencji prowadzący do kryzysu zadłużenia,
- niskie zaufanie do zobowiązań rządu dotyczących prowadzenia polityki zapewniającej długoterminową wypłacalność kraju,
- polityka stałego lub *quasi*-stałego kursu waluty krajowej, powodująca wzrost ryzyka akumulacji dużej nierównowagi na rachunkach bieżących oraz niedocenia- nie ryzyka kursowego przez pożyczkobiorców prywatnych, nadmiernie zadłuża- jących się za granicą,
- słabe regulacje bankowe, domniemane i (lub) wyraźne gwarancje ze strony władz państwowych oraz inne słabości na szczeblu mikroekonomicznym, zwięk- szające ryzyko pokusy nadużycia (*moral hazard*), objawiające się podejmowaniem nadmiernych inwestycji i zaciąganiem zbyt dużych pożyczek za granicą,

<sup>3</sup> N. Roubini, B. Setser, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Institute for International Economics, Washington, DC 2004, s. 32–42.

- wstrząsy polityczne (wybory, nasilająca się nieudolność rządu, skandale lub konflikty polityczne) zwiększające niepewność inwestorów wobec jakości polityki gospodarczej w przyszłości oraz ryzyko odpływu kapitału,
- szoki zewnętrzne (niekorzystne zmiany cen surowców pogarszające *terms of trade* kraju, zmiany stóp procentowych w głównych centrach finansowych świata, nagłe zmiany skłonności inwestorów do podejmowania ryzyka) z reguły częściej i silniej uderzające w gospodarki wschodzące niż dojrzałe gospodarki rynkowe.

## 2.2. Duża nierównowaga makroekonomiczna

Kraje, w których doszło do kryzysu finansowego, charakteryzowały się znaczną nierównowagą makroekonomiczną w okresie poprzedzającym kryzys. Deficyt na rachunku bieżącym może być finansowany napływem netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich, inwestycji portfelowych o charakterze udziałowym lub dłużnym bądź kredytów. Deficyty budżetowe zwykle są finansowane poprzez sprzedaż długu rządowego na rynku krajowym lub na rynkach zagranicznych. Ciągłe zapotrzebowanie kraju na napływ netto środków finansowych na pokrycie deficytów budżetowych i rachunków bieżących stanowi potencjalne źródło wrażliwości. Dostęp bowiem do nowych funduszy pożyczkowych może zostać odcięty bądź też koszty zaciągnięcia nowych pożyczek mogą nagle wzrosnąć.

Większość krajów wschodzących notowała wysokie deficyty na rachunkach obrotów bieżących bilansu płatniczego przed nadejściem kryzysu finansowego (wyjątkiem była m.in. Rosja). Deficyty bieżące zazwyczaj występowały łącznie z deficytami budżetowymi (*twin deficits*), których były następstwem, ponieważ z reguły pożyczki rządowe zaciągane na finansowanie deficytu budżetowego, jeśli nie są dostępne dodatkowe środki finansowe z zagranicy, konkurują z pożyczkami sektora prywatnego, a wydatki publiczne często prowadzą do wzrostu inflacji i realnej aprecjacji waluty krajowej<sup>4</sup>. Zjawisko podwójnych deficytów pogłębiało wrażliwość gospodarek wschodzących. Kraje Azji Południowo-Wschodniej stanowią wyjątek pod tym względem, gdyż ich duże deficyty na rachunkach bieżących były następstwem wysokiej aktywności gospodarczej sektora prywatnego prowadzącej do akumulacji znacznego zadłużenia zagranicznego, bez jednoczesnego występowania deficytów budżetowych.

<sup>4</sup> Wydatki rządowe są z reguły przeznaczone na dobra krajowe i niebędące przedmiotem handlu. Nadmierny deficyt budżetowy prowadzi zatem do wzrostu cen dóbr krajowych w relacji do cen dóbr zagranicznych lub do wzrostu relatywnej ceny dóbr niehandlowych, tzn. do realnej aprecjacji waluty krajowej.

### 2.3. Ryzykowne finansowanie deficytów budżetowych i rachunków bieżących

Sposób finansowania deficytów budżetowych i rachunków bieżących może mieć istotny wpływ na stopień finansowej wrażliwości kraju. Istnieje zasadnicza różnica pomiędzy finansowaniem deficytów obrotów bieżących za pomocą krótkoterminowych pożyczek międzybankowych i ich finansowaniem za pomocą długoterminowych obligacji czy zagranicznych inwestycji bezpośrednich<sup>5</sup>. Podobnie nie jest obojętne, czy deficyty budżetowe finansowane są zagranicznymi krótkoterminowymi papierami wartościowymi, czy wieloletnimi obligacjami denominowanymi w walucie krajowej.

Finansowanie deficytów instrumentami krótkoterminowymi, denominowanymi w walutach obcych oraz instrumentami dłużnymi raczej niż udziałowymi zwiększa stopień wrażliwości krajów na gwałtowne odcięcie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, czy też nagłe odwrócenie się kierunków przepływów kapitałowych. Kraje azjatyckie, które finansowały swoje deficyty na rachunkach bieżących pożyczkami krótkoterminowymi w walutach obcych, nagromadziły duże krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne. Podobnie rządy krajów finansujących deficyty budżetowe w drodze emisji krótkoterminowego długu (Meksyk, Rosja, Brazylia, Turcja) szybko przekonały się, że ich wypłacalność w dużym stopniu zależy od skłonności wierzycieli do rolowania znacznych sum zapadalnych zobowiązań, przy zastosowaniu umiarkowanie wysokiej stopy procentowej.

Pożyczkobiorcy, którzy mają znaczny dług krótkoterminowy, w efekcie dają wierzycielom możliwość jego odzyskania w pełnej wysokości nominalnej w terminie zapadalności długu. Z reguły jednak kraje zakładają, że w terminie zapadalności długu będą mogły go refinansować, a nie spłacić. W praktyce inwestorzy częściej domagają się zwrotu wierzycielności w okresie pogarszającej się koniunktury niż w okresie wysokiego wzrostu gospodarczego i boomu kredytowego. W rezultacie w sytuacji kryzysowej kraj pożyczkobiorca nie tylko nie może otrzymać nowych środków finansowych na pokrycie istniejących deficytów (a co dopiero pozwolić sobie na ich zwiększanie, aby w ten sposób minimalizować potrzebę koniecznych dostosowań w gospodarce), ale także musi zdobyć fundusze, aby spłacić nagromadzony dług.

Kraje, które finansują swoje deficyty w drodze emisji długu w walutach obcych, narażają się na ryzyko deprecjacji kursu waluty krajowej, a w konsekwencji zwiększają swoją wrażliwość finansową. Realny ciężar zadłużenia

---

<sup>5</sup> Podstawowa różnica pomiędzy kapitałem dłużnym a kapitałem udziałowym polega na tym, że płatności z tytułu obsługi zadłużenia (raty, odsetki) mają z góry ustaloną wysokość, która nie zależy od stanu koniunktury gospodarczej, natomiast dywidendy wypłacane udziałowcom mają wysokość zmienną i w okresach gorszej koniunktury są niższe. Tym samym kapitał udziałowy, w przeciwieństwie do kapitału dłużnego, stanowi bufor amortyzujący szoki.



denominowanego w walutach obcych wzrasta wraz z realną deprecjacją waluty krajowej. Jest to często nazywane efektem bilansowym (*balance sheet effect*)<sup>6</sup>. Ryzyko gwałtownego odpływu kapitału krótkoterminowego oraz ryzyko związane z zaciąganiem pożyczek w walutach obcych są powiązane. Trudności z refinansowaniem krótkoterminowego zadłużenia często prowadzą do gwałtownej deprecjacji waluty krajowej, co z kolei zwiększa realny ciężar obsługi zagranicznego długu, a w konsekwencji także ryzyko ucieczki krótkoterminowych wierzycieli.

#### 2.4. Niskie zaufanie do polityki rządu

Istnieje ścisły związek pomiędzy problemami wynikającymi z wysokiego poziomu długu zagranicznego lub długu publicznego (*stock problems*) a problemami wywołanymi przez deficyty budżetowe i rachunków bieżących (*flow deficits*).

Wysokie zadłużenie jest z reguły skutkiem wysokich deficytów w przeszłości. Kraje o dużej nierównowadze makroekonomicznej często mają trudności z ich finansowaniem w bezpieczny sposób (pożyczki długoterminowe w walutach krajowych), co mogłoby ograniczyć ryzyko kryzysów. Ponadto utrzymujące się deficyty budżetowe i rachunków bieżących rodzą obawy, czy kraj będzie w stanie w rozsądnym czasie je zredukować, aby uniknąć akumulacji nadmiernego zadłużenia.

Zachowanie długoterminowej wypłacalności wymaga co najmniej, aby relacja długu zagranicznego do PKB (lub długu publicznego do PKB, jeśli chodzi o wypłacalność sektora publicznego) nie rosła bez ograniczeń. Nie jest natomiast konieczne posiadanie nadwyżek w obrotach bieżących czy w ogólnym budżecie państwa. Utrzymanie stabilnej relacji długu zagranicznego do PKB wymaga jednakże nadwyżki w pozaodsetkowych obrotach bieżących kraju (równoważnej dla większości krajów nadwyżce bilansu handlowego, powiększonej o przekazy i transfery). Podobnie rząd, aby zachować stabilną relację długu publicznego do PKB, musi być w stanie generować wystarczająco duże nadwyżki pierwotne (różnicę między dochodami a wydatkami rządowymi, z wyłączeniem odsetek). Takie czynniki jak wysoki obecny poziom zadłużenia, powolne tempo wzrostu

<sup>6</sup> Jeśli realna deprecjacja kursu jest wystarczająco duża, jej negatywne efekty bilansowe w postaci przyrostu wartości zobowiązań przewyższających aktywa dłużnika mogą go uczynić w praktyce niewypłacalnym. Tego rodzaju niewypłacalność nie musi automatycznie prowadzić do kryzysu finansowego. W krótkim czasie dłużnik jest tylko zobowiązany do spłacania rat zapadającego długu oraz należnych odsetek. Jeśli płatności krótkookresowe nie są nadmiernie wysokie, praktycznie niewypłacalny dłużnik może utrzymać płynność i nadal prowadzić swoją działalność w nadziei, że z czasem kurs walutowy ulegnie realnej aprecjacji i dłużnik odzyska wypłacalność. Z drugiej strony nawet praktycznie wypłacalny dłużnik może zawiesić obsługę długu, jeśli kombinacja negatywnych czynników takich jak wyższe płatności odsetkowe i raty kapitałowe od wymagalnego długu, będące wynikiem realnej dewaluacji, oraz niższe przepływy gotówkowe, będące efektem skurczenia się gospodarki, uniemożliwi dłużnikowi wywiązanie się ze spłat zadłużenia.

gospodarczego oraz wysokie przeciętne realne stopy procentowe przyczyniają się do wzrostu nadwyżek pierwotnych lub handlowych, które są niezbędne, by uniknąć nadmiernego przyrostu ciężaru długu w przyszłości<sup>7</sup>.

Analiza długoterminowej wypłacalności ma znacznie szerszy kontekst. Ponieważ wypłacalność kraju (lub rządu) zależy od przyszłej zdolności do generowania nadwyżek handlowych i pierwotnych, wiarygodność polityki rządu jest często jego najważniejszym aktywem. Jeśli rząd cieszy się zaufaniem, w okresach przejściowych szoków może sobie pozwolić na zwiększenie deficytu budżetowego bez obaw o swoją przyszłą wypłacalność. Rząd mający wysokie zadłużenie, wysokie deficyty budżetowe oraz niedostateczną nadwyżkę pierwotną dla utrzymania bezpiecznego poziomu zadłużenia w długim okresie może być w stanie obniżyć koszty zewnętrznego finansowania, jeśli w wiarygodny sposób zobowiąże się do przeprowadzenia w przyszłości koniecznych dostosowań fiskalnych, które zapewnią mu długookresową wypłacalność. Z drugiej strony niepewność co do wiarygodności zobowiązań rządu w zakresie polityki dostosowawczej może spowodować natychmiastowy wzrost kosztów zaciąganych przez niego pożyczek, co z kolei może uniemożliwić mu zachowanie długookresowej wypłacalności. Jeśli kraj utraci dostęp do rynku kredytowego, ponieważ wierzyciele wątpią w jego zobowiązanie przeprowadzenia w gospodarce dostosowań niezbędnych do utrzymania terminowej obsługi długu, to najprawdopodobniej zabraknie mu środków finansowych i będzie zmuszony zawiesić spłaty w razie braku awaryjnego finansowania lub zgody wierzycieli na restrukturyzację jego zadłużenia.

## 2.5. Stałe lub quasi-stałe kursy walutowe

Na ogół większość ekonomistów jest zgodna, że stałe bądź *quasi*-stałe kursy walutowe pogłębiają wrażliwość krajów wschodzących i w związku z tym stanowią jeden z ważniejszych czynników zwiększających ryzyko wystąpienia kryzysu. Polityka kursowa oparta na stałych kursach walutowych lub na kursach ściśle zarządzanych przez władze monetarne często była przyczyną deficytów w obrotach bieżących. Kraje wschodzących rynków stosowały stałe kursy walutowe jako część programów stabilizacyjnych zmierzających do ograniczenia wysokiej inflacji. Problem polegał jednakże na tym, że inflacja z reguły spadała wolno lub przynajmniej wolniej niż programowana stopa deprecjacji kursu walutowego. W praktyce ceny krajowe rosły, a kurs waluty krajowej nie zmieniał się albo nie

<sup>7</sup> Aby relacja długu publicznego do PKB nie rosła w sposób nadmierny, pierwotna nadwyżka budżetowa powinna być równa co najmniej relacji długu publicznego do PKB pomnożonej przez różnicę wysokości realnej stopy procentowej i stopy wzrostu gospodarczego. Natomiast dla utrzymania stabilnej relacji długu zagranicznego do PKB nadwyżka obrotów bieżących (bez odsetek) musi być co najmniej równa stosunkowi długu zagranicznego do PKB pomnożonej przez różnicę wysokości realnej stopy procentowej i stopy wzrostu gospodarczego.

deprecjonował w porównywalnym stopniu, co prowadziło do jego realnej aprecjacji, spadku konkurencyjności i w konsekwencji do deficytów na rachunkach obrotów bieżących. Podobnie kraje, które ustaliły stałe parytety swoich walut w stosunku do jednej waluty obcej, doświadczyły realnej aprecjacji własnego pieniądza, kiedy waluta stanowiąca punkt odniesienia (np. dolar USA) aprecjonowała się w relacji do innych walut obcych (np. euro czy jena). Ostatecznie przewartościowana waluta krajowa była poddawana presji spekulacyjnej i dochodziło do kryzysu walutowego. Bezpośrednią natomiast przyczyną kryzysu walutowego może być:

- deficyt budżetowy, który jeśli nie może być finansowy wzrostem zadłużenia, musi być pokrywany emisją dodatkowego pieniądza, co nieuchronnie prowadzi do spadku rezerw walutowych,
- deficyt na rachunku bieżącym, którego dotychczasowe finansowanie napływem zagranicznego kapitału nie może już dłużej być realizowane,
- nadmiernie wysoki, z punktu widzenia gospodarki, koszt obrony kursu waluty krajowej (wymagający podniesienia stóp procentowych), przewyższający korzyści wynikające ze stabilności waluty.

Stale kursy walutowe przyczyniają się do wzrostu wrażliwości gospodarki poprzez zniekształcenie decyzji pożyczkowych podejmowanych przez prywatne firmy, banki i gospodarstwa domowe. Podmioty te, gdy kurs jest stabilny, nie doceniają ryzyka walutowego i nadmiernie zapożyczają się za granicą. Przykładowo w Azji w okresie, gdy obowiązywał stały kurs waluty krajowej, wiele firm (i banków, które udzielały im pożyczek) doszło do wniosku, że niższe nominalne stopy oprocentowania pożyczek w dolarach, euro czy jenach uzasadniały podejmowanie dodatkowego ryzyka kursowego. Podobnie myślała większość Argentyńczyków, którzy założyli, że parytet peso do dolara na poziomie 1 do 1, zagwarantowany przez system izby walutowej w tym kraju, utrzyma się w nieskończoność i pożyczali w dolarach, a nie w peso. Prywatne firmy i banki interpretowały rządową obietnicę utrzymania stałego kursu waluty krajowej jako milczącą gwarancję ochrony ich wiarygodności przed ryzykiem kursowym. Oczekiwana ochrona obejmowała nie tylko utrzymanie stałego kursu sprzedaży waluty krajowej, ale także oficjalne wsparcie finansowe w przypadku kryzysu (*bailout*). Tego rodzaju domniemane gwarancje ze strony rządu mogą być w każdym momencie odwołane, a fakt ich istnienia często prowadzi do nadmiernego zadłużania się podmiotów prywatnych za granicą i akumulacji długu w walutach obcych.

Stale kursy walutowe mogą prowadzić do kryzysu także w mniej bezpośredni sposób. Rządy niejednokrotnie są przekonane, że stałe kursy walutowe są filarem polityki makroekonomicznej i stabilności finansowej oraz źródłem ich ekonomicznego sukcesu. W konsekwencji bronią stałego kursu waluty krajowej, który znalazł się pod presją deprecjacyjną. Podniesienie krajowych stóp procentowych może nie



być wystarczającym czynnikiem obrony kursu. Wyższe oprocentowanie depozytów i długu w walucie krajowej może być zbyt słabym bodźcem, aby skłonić zagraniczny kapitał do powrotu, a krajowych rezydentów do tezauryzacji oszczędności w aktywach denominowanych w walucie krajowej. O ile wyższe stopy procentowe zapewniają wyższą stopę zwrotu z niektórych krajowych aktywów finansowych, o tyle ich negatywny wpływ na budżet państwa, system finansowy oraz aktywność gospodarczą może podważyć wiarygodność restrykcyjnej polityki pieniężnej dla utrzymania stabilności kursu walutowego.

Rządy mogą bronić stałego poziomu kursu waluty krajowej także w inny sposób: sprzedając rezerwy walutowe w zamian za pieniądź krajowy albo zwiększając emisję długu denominowanego w walutach obcych (często w dolarach) na rynku krajowym. Emisja długu jest formą pośrednich interwencji walutowych – przez zwiększenie podaży długu krajowego denominowanego w dolarach lub indeksowanego do dolara rząd chce przekonać rezydentów, aby inwestowali na rynku krajowym, a nie wywozili kapitał za granicę. Takie interwencje stanowią jednakże dodatkowe źródło ryzyka i zwiększają wrażliwość gospodarki. Inwestorzy posiadacze długu w walutach obcych (zarówno długu rządowego, jak i krótkoterminowych wierzytelności wobec banków) zaczynają się obawiać, czy rząd dysponuje wystarczającymi rezerwami walutowymi, aby wykupić ich krótkoterminowy dług. Meksyk w obronie kursu peso w 1994 r. wykorzystał obydwa rodzaje interwencji walutowych, tzn. sprzedawał oficjalne rezerwy walutowe i jednocześnie zwiększył emisję bonów skarbowych denominowanych w dolarach (tesobonos), przyczyniając się do przyszłego kryzysu zadłużenia.

## 2.6. Słabości instytucjonalne i strukturalne na szczeblu mikro

Do nierównowagi makroekonomicznej i finansowej, będącej przyczyną kryzysów, mogą prowadzić niedostateczne regulacje ostrożnościowe, niska jakość nadzoru bankowego i korporacyjnego, archaiczne zarządzanie przedsiębiorstwami, formalne lub nieformalne rządowe gwarancje niedopuszczenia do powstania strat lub pokrycia tych strat, polityczne powiązania między państwem, bankami i przedsiębiorstwami, stosowanie przez władze państwowe zasady niedopuszczania do bankructw dużych banków i przedsiębiorstw (*too-big-to-fail*), a także inne słabości instytucjonalne i strukturalne na szczeblu mikroekonomicznym. Mogą się one przyczyniać się do tzw. pokusy nadużycia (*moral hazard*), przejawiającej się w nadmiernym zaciąganiu przez podmioty prywatne pożyczek oraz podejmowaniu nadmiernych i ryzykownych inwestycji powodujących akumulację wysokiego poziomu zadłużenia krótkoterminowego w walutach obcych<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Znaczenie słabości na szczeblu mikro oraz pokusy nadużycia w pojawieniu się kryzysów podkreślają modele kryzysów „trzeciej generacji”. Szerzej na ten temat zob. M. Schneider, A. Tor-



Opisywane słabości wystąpiły zwłaszcza w krajach azjatyckich dotkniętych kryzysem. Banki krajowe zachęczone gwarancjami rządu podejmowały ryzyko dwójakiego rodzaju: po pierwsze ryzyko bezpośredniego kredytowania „zaprzyjaźnionych” firm krajowych i całych sektorów gospodarki, a po drugie ryzyko związane z zaciąganiem krótkoterminowych kredytów w walutach obcych. Gwarancje rządowe w połączeniu ze słabymi regulacjami bankowymi i niską jakością nadzoru powodowały, że banki nadmiernie zapożyzczały się za granicą i w sposób nieostrożny kredytowały krajowe przedsiębiorstwa. Zakłócenia w systemie bodźców w sektorze finansowym będące skutkiem słabości strukturalnych i instytucjonalnych mogą być szczególnie niebezpieczne, jeśli towarzyszy im wstępna faza liberalizacji obrotów kapitałowych. Ta ostatnia, otwierając nowe możliwości finansowania się za granicą dla krajowych instytucji finansowych i niefinansowych, może w konsekwencji prowadzić do boomów kredytowych i bąbli spekulacyjnych.

Niewystarczający nadzór korporacyjny i „kumoterski kapitalizm” (*crony capitalism*), zakłócając prawidłowy system bodźców, przyczyniają się do wzrostu wrażliwości finansowej, chociaż nigdy nie są bezpośrednimi przyczynami kryzysów. Kredyty udzielane dużym firmom prywatnym, które sprawują bezpośrednią lub pośrednią kontrolę nad bankiem (*connected lending*), mogą finansować inwestycje o niskiej stopie zwrotu. Słaby nadzór korporacyjny i kumoterski kapitalizm mogą także prowadzić do preferowania przez inwestorów instrumentów dłużnych zamiast udziałowych oraz długu krótkoterminowego zamiast długoterminowego.

Wymienione słabości na szczeblu mikro były istotnym źródłem wrażliwości finansowej krajów azjatyckich, ale nie wyjaśniają one w pełni przyczyn kryzysów w tych krajach. Chiny, chociaż wciąż jeszcze występują w nich niektóre z wymienionych słabości (niestabilny system bankowy, duże zadłużenie wewnętrzne i „kapitalizm kolesiów”), nie zostały dotknięte kryzysem głównie dzięki wysokiemu poziomowi rezerw walutowych i nadwyżek na rachunku bieżącym, umiarkowanemu zadłużeniu zagranicznemu oraz ścisłemu reglamentowaniu obrotów kapitałowych. Ponadto należy podkreślić, że słabości na szczeblu mikro nie zahamowały dużego napływu zagranicznego kapitału do krajów azjatyckich w pierwszej połowie lat 90., w związku z czym nie mogą być one wyłącznie odpowiedzialne za nagły odpływ kapitału<sup>9</sup>.

---

nell, *Balance Sheet Effects, Bailouts Guarantees and Financial Crises*, NBER Working Paper 2000, No. 8060.

<sup>9</sup> Pożyczki krótkoterminowe udzielone przez banki międzynarodowe czterem krajom azjatyckim: Tajlandii, Malezji, Korei i Indonezji wzrosły między połową 1994 r., a połową 1997 r. prawie dwukrotnie, tj. z 89,4 mld do 167,2 mld USD, chociaż większość słabości strukturalnych istniejących w 1997 r. występowała również w 1994 r. Zob. *International Banking and Financial Developments*, „BIS Quarterly Review” 1998, February, Bank for International Settlements.

Jeśli nawet słabości strukturalne i instytucjonalne na szczeblu mikro nie są jedyną przyczyną kryzysu azjatyckiego, z pewnością podważyły elastyczność dostosowawczą gospodarek azjatyckich, kiedy strumień zagranicznego kapitału odwrócił się. Wysokie stosunki zadłużenia do kapitału oznaczały, że firmy były mniej odporne na wszelkiego rodzaju szoki, w tym także spowodowane odpływem kapitału. Poleganie w znacznym stopniu na krótkoterminowych pożyczkach międzybankowych, zamiast na krajowym kapitale udziałowym, pozbawiało podmioty naturalnych buforów na wypadek odwrócenia się kierunku przepływów kapitałowych. W rezultacie rośnie ryzyko nagłego odpływu kapitału i wystąpienia kryzysu płynności.

Gwarancje rządowe w niedostatecznym stopniu zabezpieczały przed zjawiskiem znanym jako „run na banki”, ponieważ trudno było ocenić stabilność fiskalną i wypłacalność azjatyckich rządów. Trudności te wynikały ze znacznej skali warunkowych zobowiązań rządów (*contingent liabilities*) w stosunku do słabego sektora bankowego o znacznej ekspozycji kredytowej w przedsiębiorstwach o dużej dźwigni. Wobec niepewności dotyczącej ostatecznych kosztów ratowania słabych krajowych systemów finansowych wypłacalność samego państwa była trudna do jednoznacznej oceny.

## 2.7. Szoki polityczne

Bezpośrednią przyczyną wybuchu kryzysu finansowego były często różnego rodzaju wstrząsy polityczne, zwiększające niepewność inwestorów. Ich obawy, czy rząd dotrzyma zobowiązań dotyczących utrzymania stabilnej polityki makroekonomicznej, z reguły skutkują:

- wzrostem premii za ryzyko, której domagają się inwestorzy posiadający aktywa finansowe danego kraju,
- spadkiem cen krajowych akcji, obligacji i kursu waluty,
- tendencją do przenoszenia funduszy do bezpieczniejszych aktywów zagranicznych,
- skłonnością do nierolowania zapadalnych roszczeń.

W związku z powyższym nie dziwi fakt, że kryzysy bardzo często są skorelowane z wyborami, które zwiększają niepewność, czy dotychczasowa polityka gospodarcza rządu będzie kontynuowana. Kryzysy w Meksyku w 1994 r., w Korei Południowej w 1997 r., w Brazylii w 1998 i 2002 r. zbiegły się z wyborami. I na odwrót, dojście do władzy nowego rządu, który wykazał się zdolnością sformułowania spójnego programu gospodarczego i determinacją w jego realizacji, często ma decydujący wpływ na zakończenie kryzysu. Przykładowo niepewność związana z tym, czy lewicowy kandydat na prezydenta Brazylii będzie realizował podstawowe reformy fiskalne, które były konieczne, aby Brazylii kontynuowała obsługę zagranicznego długu państwowego, doprowadziły do gwałtownej depre-

cji brazylijskiej waluty w 2002 r. Później jednak prezydent Luiz Inacio Lula da Silva zobowiązał się do utrzymania stabilności fiskalnej, co spowodowało wzrost kursu reala w 2003 r.

Wybory nie są jedynym źródłem politycznego kryzysu i niepewności. Zamieszki polityczne takie jak powstanie w Chiapas oraz dwa morderstwa polityczne stanowiły bodziec wybuchu kryzysu walutowego w Meksyku. Narastająca niepewność co do możliwości utrzymania władzy politycznej przez rząd prezydenta Suharto pogłębiała problemy kryzysu gospodarczego i finansowego w Indonezji. Kryzys w Argentynie w 2001 r. charakteryzował się ciągłą niepewnością, czy rząd centralny będzie w stanie utrzymać władzę w prowincjach kontrolowanych przez opozycję oraz czy różnice w poglądach na politykę gospodarczą wewnątrz rządzącej koalicji nie przeszkodzą w realizacji właściwej polityki gospodarczej. W Turcji system kursu pełzającego załamał się w lutym 2001 r. w następstwie publicznej sprzeczki pomiędzy prezydentem a premierem, dotyczącej sposobu rozwiązania kryzysu bankowego. W Ekwadorze rozłamy klasowe i podziały pomiędzy mieszkańcami wybrzeża i pogórza poważnie utrudniały zarządzaniem krajem.

## 2.8. Szoki zewnętrzne

Wspólną przyczyną kryzysów finansowych w krajach wschodzących były różne szoki zewnętrzne. Częściową winę za niektóre z nich ponoszą poszczególne kraje (na przykład przez nieuchwalenie niezbędnych regulacji prawnych czy spóźnione ujawnienie złych informacji). Nie ulega jednak wątpliwości, że znaczna część niekorzystnych wydarzeń, na których skutki narażone są kraje wschodzące, pozostaje poza ich kontrolą. Niektóre z nich są uzależnione od eksportu jednego surowca (np. ropy naftowej), a tym samym od zmian jego cen na rynkach światowych. Wiele krajów wschodzących opiera się na dostępie do zagranicznego kapitału pożyczkowego, który jest im niezbędny do finansowania deficytów na rachunkach bieżących, deficytów budżetowych bądź refinansowania części zapadającego długu. Międzynarodowi inwestorzy wolą udzielać krajom wschodzącym kredytów czy kupować ich obligacje w okresach, kiedy stopy procentowe w krajach bogatych są niskie. Ponadto gospodarki wschodzące są podatne na ryzyko zarażenia się kryzysem innego kraju wschodzącego powodującym wycofanie przez inwestorów kapitałów ze wszystkich krajów zaliczanych do tej samej grupy. Samo zjawisko zarażenia się kryzysem (*contagion*) może być wywołane różnymi czynnikami, w tym<sup>10</sup>:

<sup>10</sup> Usystematyzowany przegląd zjawiska zarażenia się kryzysem zawiera praca *International Financial Contagion*, ed. by S. Claessens, K. Forbes, Kluwer Academic Publisher, Boston–Dordrecht–London 2001.



– powiązaniem handlowymi i presją na dewaluację waluty krajowej w celach konkurencyjnych (jeśli kraj A dewaluuje swoją walutę, jego partner handlowy, kraj B, traci konkurencyjność. Inwestorzy kierują atak spekulacyjny także na walutę kraju B albo władze gospodarcze tego kraju same decydują się na dewaluację, aby nie utracić swoich udziałów w rynkach eksportowych),

– sygnałami ostrzegawczymi płynącymi z innych krajów dotkniętych kryzysem (kryzys w jednym kraju może ujawnić ryzyko związane z występowaniem określonych słabości finansowych. Inwestorzy wycofują wówczas swoje kapitały również z innych krajów, które charakteryzują się podobnymi słabościami),

– powiązaniem między instytucjami finansowymi (banki, menedżerowie zarządzający portfelami papierów wartościowych lub fundusze hedgingowe posiadające otwarte pozycje na wielu różnych rynkach wschodzących w przypadku strat ponoszonych na jednym rynku mogą wycofywać kapitały również z innych rynków należących do tej samej grupy. Przyczyny takich zachowań instytucji finansowych są bardzo różne, należy do nich minimalizacja ponoszonych strat, zdobycie gotówki potrzebnej na spłatę wymagalnego długu i zmniejszenie stopnia dźwigni finansowej).

– wyceną wartości portfeli inwestycyjnych opartą na codziennym rozliczaniu transakcji według cen rynkowych (zaawansowane modele zarządzania ryzykiem, zgodnie z którymi strata w portfelu powinna być natychmiast rekompensowana wzrostem kapitału lub redukcją ryzyka, zwiększając skłonność inwestorów do natychmiastowej redukcji ekspozycji na innych rynkach w następstwie zaburzeń na danym rynku. Inwestorzy, którzy codziennie rozliczają transakcje i natychmiast księgują straty, są bardziej skłonni sprzedać pozycje przynoszące straty, niż utrzymywać je w swoich portfelach).

Kraje wschodzących rynków nie są pasywnymi obserwatorami szoków zewnętrznych. Ich odporność na tego rodzaju wydarzenia jest częściowo funkcją ich polityki gospodarczej, zarówno decyzji, które podejmują w momencie zaistnienia danej sytuacji, jak i polityki gospodarczej prowadzonej w przeszłości. Kraje z dużymi deficytami na rachunkach bieżących mają mniejsze możliwości zaciągania pożyczek i powiększania deficytów w obliczu trudności spowodowanych niekorzystną zmianą cen eksportowanych przez nie surowców. Podobnie kraje z dużymi deficytami budżetowymi nie mogą sobie pozwolić na wzrost deficytów w celu absorpcji wyższych kosztów płatności odsetkowych, będących wynikiem szoków na rynkach kapitałowych. Również kraje, które nagromadziły duże zadłużenie zagraniczne, będą miały mniejsze możliwości powiększenia tego długu w obliczu szoku. Kraje, które finansowały swoje wydatki głównie za pomocą długu krótkoterminowego, mogą odczuć drastyczny wzrost kosztów zaciągania pożyczek w momencie, kiedy ich zdolność płatnicza spadnie. Z kolei kraje, które finansowały się za pomocą długu w walutach obcych, odczuwają wzrost kosztów

jego obsługi w momencie, kiedy szok zewnętrzny spowoduje realną deprecjację waluty krajowej.

### 3. Podsumowanie

Omówione w artykule słabości gospodarek wschodzących rynków, które przyczyniły się do wybuchu kryzysów walutowych, bankowych i zadłużeniowych w tych krajach w latach 90. XX wieku i w pierwszej dekadzie XXI wieku, nie zniknęły.

Wiele krajów analizowanej grupy nadal ma duży dług publiczny i znaczne zapotrzebowanie na kapitał pożyczkowy. Do takich krajów należą: Brazylia, Argentyna, Turcja i Urugwaj, a także kraje, które dotychczas uniknęły kryzysów finansowych, w tym Kolumbia, Jamajka i Liban. Również niektóre kraje Europy Środkowej (Czechy, Chorwacja, Polska i Węgry) powoli zwiększają swoją nierównowagę makroekonomiczną, co może prowadzić do wzrostu ich wrażliwości w średnim okresie. Choć zadłużenie zagraniczne i dług publiczny wymienionych krajów europejskich nie są jeszcze nadmiernie wysokie, jednakże szybko rosną, a coraz mniej bezpieczny sposób ich finansowania może zwiększać ryzyko pojawienia się kryzysu finansowego w przyszłości.

Ważnym źródłem wrażliwości krajów wschodzących wciąż pozostaje niedopasowanie walut i terminów zapadalności aktywów i pasywów<sup>11</sup>. Jest ono w znacznym stopniu wynikiem trudności, jakie ta grupa krajów, w odróżnieniu od dojrzałych gospodarek rynkowych, ma w pozyskiwaniu środków finansowych w formie długoterminowych pożyczek w walutach krajowych. Konsekwencją jest uzależnienie od pożyczek w walutach obcych lub od krótkoterminowych pożyczek w walutach krajowych. Taka struktura źródeł finansowania stanowi istotną przyczynę wrażliwości finansowej krajów wschodzących. Kraje o relatywnie wysokim ciężarze długu oraz znacznym niedopasowaniu walut i terminów zapadalności są ciągle narażone na kryzys. Rozwiązanie tego problemu wydaje się stosunkowo proste: kraje, które nie mają dostępu do bezpiecznych źródeł finansowania, mogących stanowić swoisty bufor chroniący przed szokami, powinny ograniczyć rozmiary zaciąganych pożyczek.

Kryzysy finansowe ostatniej dekady przyczyniły się do zmniejszenia liczby krajów wschodzących stosujących stałe kursy walutowe. Tym samym zmniejszyło się ryzyko ataków spekulacyjnych, których obiektem są najczęściej waluty krajów utrzymujących stałe kursy walutowe. Kursy płynne umożliwiają krajom wschodzącym kontrolowanie następstw szoków, jeśli zmiany mieszczą się w rozsądnych

<sup>11</sup> M. Goldstein, P. Turner, *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington, DC 2004.

granicach. Jeśli jednak presja na kurs płynny jest wystarczająco silna, kurs może zmieniać się w sposób niekontrolowany, prowadząc do bankructwa firm i banków, które nie zabezpieczyły swoich pozycji walutowych przed ryzykiem kursowym.

Kryzysy finansowe, niezależnie od tego, czy dotyczą banków, krajów, rządów, czy walut, są wynikiem kombinacji nierozważnej polityki gospodarczej, słabości finansowych na szczeblu mikro oraz zachowań inwestorów. Ryzyko pojawienia się kryzysu wzrasta wraz z wielkością zadłużenia kraju, zwłaszcza krótkoterminowego, oraz zapotrzebowaniem na nowy dług na sfinansowanie deficytów bieżących. Dopóki występują wspomniane słabości, wystarczy niewielki szok (np. nieoczekiwane wydarzenie polityczne w kraju, wyniki gospodarcze gorsze niż oczekiwane, kryzys w innym kraju), aby wywołać trudności finansowe. Odpływ kapitału krótkoterminowego może pociągnąć za sobą również wycofanie kapitału przez innych inwestorów (*herding*).

Ryzyko nagłego odwrócenia się strumienia kapitału zależy od jakości polityki gospodarczej kraju, a jego skutki od stopnia przygotowania gospodarki do przeciwstawienia się tego rodzaju szokom. Ryzyko, o którym mowa, nie musi powodować załamania gospodarki, która ma mocne fundamenty. Jeśli natomiast gospodarka jest słaba i ma poważne problemy, nagły odpływ kapitału może je zaostrzyć, a w konsekwencji pogorszyć sytuację wierzycieli tego kraju.

## Literatura

- Dornbusch R., *A Primer on Emerging Market Crises*, NBER Working Paper No. 8326, 2001.
- Goldstein M., Turner P., *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington, DC 2004.
- International Banking and Financial Developments*, „BIS Quarterly Review” 1998, February, Bank for International Settlements.
- International Financial Contagion*, red. S. Claessens, K. Forbes, Kluwer Academic Publisher, Boston–Dordrecht–London 2001.
- Mesjasz L., *Kryzysy finansowe we współczesnej gospodarce światowej [w:] Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, red. S. Miklaszewski, wyd. 2, Difin, Warszawa 2006.
- Roubini N., Setser B., *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Institute for International Economics, Washington, DC 2004.
- Schneider M., Tornell A., *Balance Sheet Effects, Bailouts Guarantees and Financial Crises*, NBER Working Paper No. 8060, 2000.



## **The Causes of Financial Crises in the Twenty-first Century**

In contrast to the debt crises of the 1980s, which were the result of gradual increases in current account balance of payments deficits, the crises of the twenty-first century are due to sudden changes in the direction of capital flows. Sudden reversals in capital flows may be the result of unsound economic policy, microeconomic weaknesses, or changes in the mood of investors. Emerging markets are particularly susceptible to financial crisis. In contrast to mature market economies, emerging markets have certain structural and institutional weaknesses that increase their sensitivity to various types of shock, including the sudden and unexpected flight of capital. Identification and analysis of the typical sources of sensitivity to financial crisis in emerging markets is the main aim of this article.

