Piotr LIS*, Sławomir ZWIERZCHLEWSKI**

WYBRANE UWARUNKOWANIA KRYZYSU WALUTOWEGO – IMPLIKACJE DLA POLSKIEJ GOSPODARKI

Wstęp

Kryzysy walutowe w ostatnich kilkunastu latach przyczyniły się do podjęcia dyskusji, dotyczącej mechanizmu ich powstawania. Bezpośrednią przyczyną wybuchu kryzysu walutowego jest odchodzenie rezydentów lub/i nierezydentów od waluty krajowej, czego efektem jest deprecjacja (lub dewaluacja) kursu walutowego. Nie wyjaśnia to jednak powodów rezygnacji inwestorów z waluty krajowej. Uwagę więc należy skoncentrować na czynnikach pośrednich jako uwarunkowaniach tej rezygnacji.

W opracowaniu wyraźnie rozróżniono uwarunkowania kryzysu walutowego (czynniki pośrednie) od jego bezpośredniej przyczyny. Zdaniem autorów uwarunkowania omawianego kryzysu mogą dotyczyć czynników wynikających ze sfery realnej, systemu bankowego, prowadzonej polityki gospodarczej oraz wydarzeń zewnętrznych. Niekorzystne ich kształtowanie może przyczyniać się do odejścia od waluty krajowej. Należy zaznaczyć, że czynniki pośrednie nie muszą przybierać cech kryzysogennych, mogą bowiem same – w pewnych okolicznościach – stanowić uwarunkowanie o charakterze kryzysoobronnym.

Zasadniczym celem niniejszego opracowania, które rozpoczyna krótka charakterystyka teoretycznych aspektów wybuchu kryzysu walutowego, jest próba oceny wybranych uwarunkowań kryzysu walutowego w Polsce. Należy zaznaczyć, iż autorzy skoncentrowali się na trzech wybranych uwarunkowaniach, tj. jakości systemu bankowego, reżimie kursowym oraz poziomie rezerw walutowych. Wybór takich czynników pośrednich wynika z tego, że stanowiły one główne źródła „wybuchu" kryzysów walutowych na świecie w ostatnich latach.

* Piotr Lis, mgr, doktorant, Katedra Polityki Gospodarczej i Planowania Rozwoju, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.

** Sławomir Zwierzchlewski, dr, adiunkt, Katedra Polityki Gospodarczej i Planowania Rozwoju, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.

1. Zarys koncepcji dotyczących kryzysu walutowego

W literaturze przedmiotu funkcjonuje kilka definicji kryzysu walutowego, charakteryzujących to zjawisko zarówno pod względem jakościowym, jak i ilościowym. Dość powszechnie kryzys walutowy rozumiany jest więc jako znaczący i nagły spadek nominalnej wartości kursu danej waluty w stosunku do głównych walut światowych[1]. W sensie ilościowym kryzys walutowy ma zatem wtedy miejsce, gdy w ciągu roku nastąpi 25-procentowa deprecjacja nominalnego kursu waluty i stopa deprecjacji będzie wyższa o 10% w stosunku do poprzedniego roku. Ten ostatni warunek wskazywany jest przy tym w celu uniknięcia określenia kryzysem walutowym zjawiska deprecjacji, która wynikać może z wysokiego poziomu inflacji w danym kraju[2]. Podobnie skonstruowana jest definicja zaproponowana przez K. Osbanda i C. van Rijckeghem, określająca mianem kryzysu walutowego sytuację, gdy spełnione są jednocześnie następujące warunki:

- miesięczna deprecjacja waluty przekracza 10%,
- miesięczna deprecjacja waluty przekracza średnią miesięczną deprecjację od czternastego do trzeciego miesiąca przed wystąpieniem kryzysu, plus podwójne odchylenie standardowe w okresie od dwudziestegoszóstego do trzeciego miesiąca przed wystąpieniem kryzysu[3].

Wybuch kryzysu walutowego jest zwykle i bezpośrednio poprzedzony gwałtownym odpływem znacznej części kapitałów zagranicznych lub/i odejściem rezydentów od waluty krajowej (w tym również w celu wcześniejszego nabycia walut zagranicznych, potrzebnych do spłaty zaciągniętych kredytów dewizowych)[4]. Rozpoznanie skali ryzyka wybuchu kryzysu walutowego powinno jednak zostać powiązane z analizą uwarunkowań tego kryzysu, tj. właśnie czynnikami pośrednimi (por. schemat). Uwarunkowania te mogą zatem wynikać z następujących okoliczności:

- funkcjonowania systemu bankowego, w tym złej jakości nadzoru bankowego czy też znacznego udziału złych kredytów w ogólnym portfelu kredytów banków komercyjnych,

---

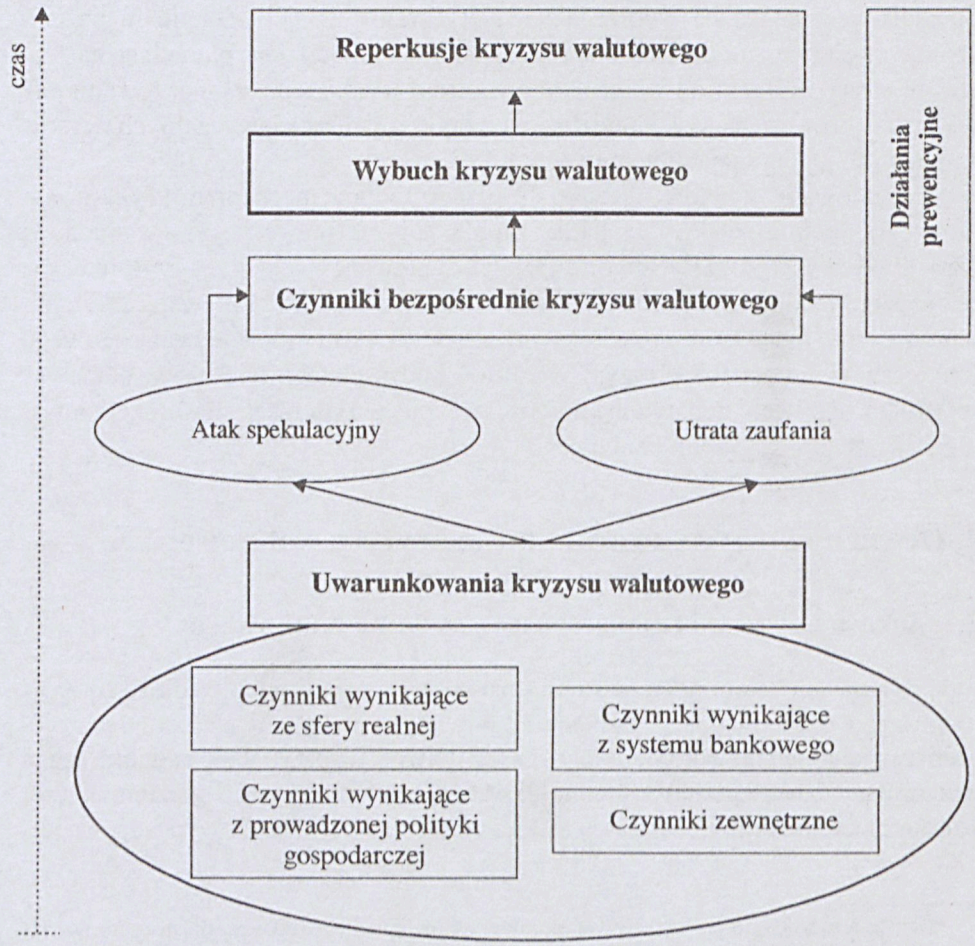
[1] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt", wrzesień 2003, s. 4.

[2] J. Frenkel, A. Rose, *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*, NBER, 1996, w: O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, op.cit., s. 4.

[3] K. Osband, C. van Rijckeghem, *Safety from Currency Crashes*, IMF Working Paper 2000, w: O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, op.cit., s. 4.

[4] W. Małecki, *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa" 2000, nr 4.

– prowadzonej polityki gospodarczej w zakresie m.in.: stosowanego reżimu kursowego, poziomu rezerw walutowych, nadmiernego zadłużenia sektora finansów publicznych, sposobu finansowania deficytu obrotów bieżących, braku spójności w polityce makroekonomicznej oraz stopnia liberalizacji przepływów kapitałowych,
– funkcjonowania sfery realnej wskutek rosnącego zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w walutach zagranicznych,
– czynników zewnętrznych, tj. z tytułu zjawiska zwanego „importem kryzysu".



Modelowy mechanizm kryzysu walutowego

Ze schematu wynika, iż determinantami odejścia rezydentów lub/i nierezydentów od waluty krajowej jest atak spekulacyjny bądź utrata zaufania do waluty. Determinanty te są warunkiem koniecznym uruchomienia bezpośredniego

czynnika, wywołującego kryzys walutowy. Innymi słowy, wystąpienie pewnego uwarunkowania o charakterze kryzysogennym (np. wzrost deficytu budżetowego) nie musi jeszcze oznaczać natychmiastowej „ucieczki" od waluty krajowej. Dopiero przekroczenie trudno mierzalnej wartości progowej (np. taki wzrost deficytu budżetowego, który może być uznany za tzw. deficyt niekontrolowany) wywołuje u inwestorów utratę zaufania do waluty krajowej lub przekonanie o powodzeniu ataku spekulacyjnego[5]. Należy tu bowiem zaznaczyć, że autorzy tego opracowania rozróżniają atak spekulacyjny od zjawiska spekulacji. Atak spekulacyjny rozumiany jest jako precyzyjnie przygotowana i przeprowadzona operacja, polegająca na wyprzedaży waluty krajowej i jej odkupieniu po tańszym, przyszłym kursie kasowym. Zjawisko spekulacji jest natomiast następstwem utraty zaufania do waluty krajowej i nie wymaga już zaangażowania tak wielu zasobów finansowych, niezbędnych do osiągania nadzwyczajnych zysków z nieuchronnej deprecjacji waluty.

Prezentowany schemat ukazuje, że przedstawiony mechanizm kryzysu walutowego obejmuje także działania zapobiegające (prewencyjne) wybuchowi tego kryzysu i jego następstwom. Działania prewencyjne polegają głównie na podniesieniu stopy procentowej w celu zatrzymania „fali" odpływającego kapitału oraz na uzyskaniu pożyczek (przede wszystkim od Międzynarodowego Funduszu Walutowego). Kryzysy walutowe budzą dlatego tyle obaw, ponieważ wywołują one wiele negatywnych konsekwencji, w tym także dla funkcjonowania sfery realnej i systemu bankowego[6].

2. Ocena niektórych uwarunkowań kryzysu walutowego

2.1. Jakość nadzoru i bezpieczeństwa systemu bankowego

Funkcjonowanie stabilnego systemu bankowego wiąże się, według autorów niniejszego opracowania, z istnieniem sprawnych instytucji nadzoru i bezpieczeństwa tego systemu (dalej nazywanych INiB). W przypadku nadzoru organ nadzorujący bada zgodność stanu faktycznego z przyjętymi regulacjami (np. w postaci adekwatności kapitałowej[7]) i w razie ich naruszenia wyposażony jest

[5] Według autorów tego opracowania atak spekulacyjny jest typowy dla inwestorów instytucjonalnych, a utrata zaufania do waluty krajowej dotyczy osób fizycznych i prawnych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych.

[6] Zarówno działania zapobiegające wybuchowi kryzysu walutowego, jak i następstwa tego kryzysu nie stanowią głównych rozważań podjętych w tym opracowaniu. Z tego względu ograniczono się tutaj tylko do zasygnalizowania tych zjawisk.

[7] Inaczej współczynnik wypłacalności – oznacza stosunek funduszy własnych netto do aktywów ważonych ryzykiem (tych składników, które wiążą się z określonym w procentach

w środki oddziaływania na postępowanie banków komercyjnych. Polegają one na wiążącym wpływaniu na instytucje nadzorowane nie tylko poprzez wydawanie stosownych wskazówek czy zaleceń, ale także na stosowaniu kar pieniężnych, przy czym nie występuje żadna strukturalna zależność pomiędzy nadzorcą a podmiotami nadzorowanymi. Banki komercyjne muszą godzić się na czynności nadzorcze i współpracować z podmiotami nadzorującymi[8]. Zapewnienie bezpieczeństwa w sektorze bankowym polega przede wszystkim na zabezpieczeniu depozytów klientów w przypadku upadłości danego banku w celu zminimalizowania negatywnego efektu zewnętrznego w sektorze bankowym (tzw. efekt domina). Tak skonstruowany system bankowy będzie jednym z czynników, chroniących gospodarkę przed kryzysem walutowym.

Powstaje więc pytanie, jaki wpływ może mieć nieefektywność działania INiB na wystąpienie kryzysu walutowego. Do głównych oznak niesprawności INiB można przy tym zaliczyć:

– nieodpowiednią jakość informacji, będących w dyspozycji INiB,
– niewystarczające kompetencje kontrolne i nadzorcze tych instytucji.

Niedostateczna informacja może wynikać albo z niepełnej, albo z fałszywej informacji dostarczonej przez sektor bankowy. Taka sytuacja generuje dwa zagrożenia:

- rosnące przekonanie sektora banków komercyjnych o tym, że dostarczana do INiB informacja nie musi być zgodna ze stanem faktycznym,
- nieefektywność kontroli i nadzoru prywatnego sektora bankowego przez INiB wskutek wykonywania tych funkcji na podstawie nieprawidłowych informacji.

Z kolei niewystarczające kompetencje kontrolne i nadzorcze INiB mogą wynikać albo z zapisów ustawowych, uniemożliwiających tym organom monitorowanie i sprawowanie nadzoru nad sektorem, albo z nieformalnych powiązań pomiędzy państwem a bankami, które wykluczają lub co najmniej poważnie ograniczają skuteczność INiB. Wskazane cechy niesprawności INiB mogą prowadzić do nadmiernego finansowania sfery realnej przez system bankowy w walutach obcych oraz rodzić przekonanie tej sfery, iż inwestycje podlegają ochronie (pokusa nadużycia)[9].

Niesprawność INiB była też jedną z głównych przyczyn zarówno kryzysu meksykańskiego w grudniu 1994 r., jak i kryzysu walutowego w krajach Azji

---

przez władze nadzorcze systemu bankowego ryzykiem, związanym z możliwą utratą zaangażowanych środków). Por. M. Iwanicz-Drozdowska, *Adekwatność kapitałowa banków według standardów Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego*, „Bank i Kredyt" 2000, nr 1.

[8] P. Zapadka, *Podmioty nadzorujące polski rynek finansowy – analiza podstawowych regulacji*, „Bank i Kredyt", kwiecień 2003, s. 97.

[9] T. Kowalski, *Azjatycki kryzys finansowy – próba interpretacji*, „Nasz Rynek Kapitałowy", marzec 1999.

Południowo-Wschodniej w 1997 r. Słabość nadzoru bankowego i procedur zarządzania ryzykiem w bankach komercyjnych umożliwiała niekontrolowaną ekspansję kredytową w latach 1991-1994 w Meksyku, która wynikała z dobrej sytuacji w budownictwie, zmniejszania się zapotrzebowania sektora publicznego na kredyt oraz obniżenia stóp procentowych. Był on przy tym możliwy dzięki ogromnemu napływowi kapitału z zagranicy, przy niskiej stopie oszczędności krajowej. Występowaniu dużych przyrostów kredytów dla sektora prywatnego towarzyszyła pogarszająca się jakość portfeli kredytowych banków. W konsekwencji głęboki spadek kursu peso oraz skokowy wzrost stóp procentowych raptownie zwiększyły udział „złych" kredytów banków komercyjnych[10], co spowodowało załamanie systemu bankowego. Nieefektywność INiB zauważyć można było także w Tajlandii w latach dziewięćdziesiątych. INiB pozwoliły wówczas funkcjonować niebankowym pośrednikom finansowym (*finance companies*), pełniącym w rzeczywistości rolę banków, bez odpowiednich regulacji, jakie dotyczyły sektora bankowego. Prowadziło to do nadmiernego kredytowania przedsiębiorstw tajlandzkich w walutach obcych na skutek różnicy krajowych i zagranicznych stóp procentowych[11].

W tym miejscu należy dokonać próby określenia sprawności INiB w Polsce, do których można zaliczyć głównie Komisję Nadzoru Bankowego i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Działalność banków oraz oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych w Polsce podlega nadzorowi, sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Bankowego[12]. Decyzje i określone przez Komisję zadania wykonuje i koordynuje przy tym wydzielony organizacyjnie w strukturze NBP – Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (GINB)[13]. Czynności podejmowane w ramach nadzoru bankowego polegają w szczególności na analizie finansowej działalności banków komercyjnych oraz badaniu zgodności udzielanych kredytów z obowiązującymi w tym zakresie przepisami[14]. Natomiast w ramach działalności Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, który odpowiada za utrzymanie stabilności całego sektora finansowego w razie upadłości poszczególnego banku, ustalane są stawki obciążeń banków na rzecz funduszu, które służą na wypłatę depozytów objętych ochroną. Kwoty gwarantowane dla depozytów w Polsce są obecnie na poziomie 22,5 tys. euro[15], co odpowiada już unijnym dyrektywom. Kwotę taką można więc uznać za wystarczającą dla zabezpieczenia większości oszczędności.

---

[10] Do kategorii „złych" kredytów (inaczej należności zagrożonych brutto) zalicza się kredyty stracone, wątpliwe i poniżej standardu. Źródło: Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl.

[11] T. Kowalski, op.cit.

[12] Ustawa – Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r. (DzU nr 140, poz. 939), art. 131.

[13] Ustawa o Narodowym Banku Polskim z dnia 29 sierpnia 1997 r. (DzU nr 140, poz. 938), art. 25.

[14] Ustawa – Prawo bankowe, art. 133, rozdz. 11.

[15] S. Lipiński, *Poprawianie funduszy*, „Gazeta Bankowa" z 10.12.2002, s. 7.

Z punktu widzenia uwarunkowań wystąpienia kryzysu walutowego zwraca się szczególną uwagę na sprawny nadzór INiB nad wielkością i dynamiką udzielanych kredytów dewizowych przez banki komercyjne, aby nie dopuścić do nadmiernego zasilania dewizami przedsiębiorstw lub/i gospodarstw domowych[16]. Wahania kursu złotego narażają bowiem kredytobiorców na ryzyko kursowe, które może przekształcić się w ryzyko kredytowe banków. Pod wpływem zaleceń GINB banki uwzględniają to ryzyko w ocenie zdolności kredytowej, kryteriach klasyfikacji i przeglądach należności, a także w polityce cenowej i przy wykorzystaniu testu wrażliwości klientów oraz portfela kredytowego na skokowe zwiększenie kosztów obsługi kredytu w wyniku znaczącej deprecjacji złotego, co przyczyniło się do zmniejszenia dostępności kredytów walutowych[17].

Można stwierdzić, iż w Polsce istnieją sprawne INiB, które bieżąco monitorują i nadzorują sektor bankowy, w tym zwłaszcza kredyty walutowe udzielane przez banki komercyjne[18]. Czynnikiem wzmacniającym jest także prywatna struktura własnościowa sektora bankowego, a zwłaszcza duży udział inwestorów zagranicznych (67,2% w sumie bilansowej sektora bankowego w 2002 r.), co powoduje, że państwo nie może wpływać na alokację zasobów w systemie bankowym (ograniczenie „pokusy nadużycia"), który kieruje się rynkowymi celami zysk – wzrost – bezpieczeństwo[19].

2.2. Reżim kursowy

W ramach polityki kursowej wyodrębnia się trzy rodzaje reżimów kursowych: twarde odmiany kursu stałego, miękkie odmiany kursu stałego oraz kurs płynny. Pojawia się więc pytanie, przy którym reżimie kursowym gwałtowny spadek

[16] Na koniec września 2003 r. kredyty walutowe stanowiły 34,9% portfela kredytowego banków komercyjnych, z dynamiką malejącą. Ponad trzy czwarte tych kredytów przypadało na 9 największych banków. Źródło: Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń-wrzesień 2003 r. Synteza, NBP, Warszawa, grudzień 2003, s. 14.

[17] Do zahamowania dynamiki kredytów walutowych przyczyniła się także coraz większa świadomość ryzyka walutowego wśród klientów banków oraz zmniejszenie rozpiętości oprocentowania kredytów złotowych i walutowych. Źródło: ibidem, s. 14.

[18] Przykładem sprawnego działania INiB są m.in. zalecenia Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego, dotyczące uwzględniania ryzyka kursowego przy badaniu wiarygodności kredytowej, skierowane do banków udzielających na dużą skalę kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych. Por. M. Krześniak, *Finansowanie nieruchomości. Nadzór bankowy chce ograniczeń*, „Gazeta Prawna" 2004, nr 60.

[19] Pewnym odstąpieniem od tej zasady są banki komercyjne, stanowiące bezpośrednią własność Skarbu Państwa (25,3% w sumie bilansowej sektora bankowego w 2002 r.), w tym PKO BP – bank kilkakrotnie sięgający po pomoc państwową. Por. Sytuacja finansowa banków.

wartości waluty jest najbardziej prawdopodobny. Analizując poszczególne systemy kursów walutowych jako uwarunkowań kryzysu walutowego, wyróżnić można ich cztery zasadnicze elementy, takie jak: punkt odniesienia, skłonność do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym, efekt psychologiczny, reperkusje.

Według autorów opracowania punkt odniesienia to poziom kursu walutowego, po przekroczeniu którego gospodarka może utracić stabilność makroekonomiczną. Przekroczenie wartości wyznaczonej przez ten punkt daje czytelny sygnał uczestnikom rynku dewizowego o możliwości wybuchu kryzysu walutowego. Przy kursie stałym punkt odniesienia jest powszechnie znany i łatwo mierzalny, co powoduje, iż przekroczenie wartości progowej natychmiast wywołuje odpływ kapitału zagranicznego lub/i odejście rezydentów od waluty krajowej. Przy kursie płynnym punkt ten jest dużo mniej wyraźny, a informacje dotyczące dalszego rozwoju sytuacji na rynkach dewizowych są niejednorodne. W warunkach kursu stałego znikomą rolę odgrywają instrumenty, zabezpieczające inwestorów przed ryzykiem kursowym. Przy kursie płynnym takie instrumenty mają dużo większe znaczenie, co przyczynia się do znacznie mniejszych skutków kryzysu walutowego dla sfery realnej. Natomiast kursy stałe mogą z kolei sprzyjać zadłużaniu się przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w walutach obcych. Świadomość jednak ryzyka kursowego, proporcjonalna do zmienności kursu walutowego, ogranicza ten proces w ramach kursu płynnego. Ponadto reperkusje kryzysu walutowego w warunkach kursu stałego są większe niż przy kursie płynnym. Przy kursie płynnym wzrost stóp procentowych wywołany jest jedynie przez zwiększenie popytu na pożyczki banków komercyjnych na rynku międzybankowym, aby zakupić waluty, które są następnie sprzedawane wycofującym się inwestorom. Przy kursie stałym bank centralny kraju dotkniętego kryzysem dodatkowo podnosi stopy procentowe, aby zwiększyć koszty przeprowadzania akcji spekulacyjnych i zmniejszyć ich opłacalność.

Konkludując można stwierdzić, iż żaden reżim kursowy nie chroni przed kryzysem walutowym, pomimo że kryzysy walutowe ostatniego dziesięciolecia wiążą się w ogromnej większości ze sztywnymi kursami walutowymi, a doświadczenia związane z występowaniem kryzysów przy kursach płynnych są dość ubogie.

Od 12 kwietnia 2000 r. w Polsce kurs złotego jest kursem płynnym i nie podlega żadnym ograniczeniom, co oznacza, iż NBP nie stawia sobie za cel utrzymywanie z góry określonego poziomu kursu złotego do innych walut. Bank centralny zastrzega sobie jednak prawo do ewentualnych interwencji na rynku walutowym ze względu na możliwe zagrożenie inflacyjne[20]. W praktyce zmiany nominalnego kursu walutowego w Polsce w reżimie kursu płynnego nie spowo-

[20] Narodowy Bank Polski. Informator, NBP, Warszawa 2003, s. 15.

dowały jak dotąd ingerencji NBP. Mimo znacznej deprecjacji złotego wobec euro nie można mówić o kryzysie walutowym, przynajmniej z punktu widzenia wskazanej wcześniej definicji ilościowej kryzysu walutowego. Wydaje się, że głównym tego powodem jest dość niejednoznacznie określony punkt odniesienia (postrzegany najczęściej jako granica 5 zł/euro). Największe zmiany kursu nominalnego złotego wobec euro, obserwowane w przekroju z miesiąca na miesiąc, nie przekroczyły jak dotychczas 6%[21]. Natomiast największa roczna nominalna deprecjacja złotego wobec euro, wynosząca 20%, miała miejsce od kwietnia 2002 r. do kwietnia 2003 r. (3,5947 zł/euro – 4,2985 zł/euro). W lutym 2004 r. nominalna deprecjacja złotego wobec euro wynosiła 17% w porównaniu z lutym 2003 r. (4,1645 zł/euro – 4,8542 zł/euro)[22].

Należy także zauważyć, że wraz z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a następnie z jej dążeniem do przyjęcia wspólnej waluty, konieczne będzie co najmniej dwuletnie uczestnictwo w Europejskim Mechanizmie Kursowym ERM II (*Exchange Rate Mechanism*), który spowoduje zmianę funkcjonującego reżimu kursowego z kursu płynnego na miękką odmianę kursu stałego. W tym kontekście ważne jest, jaki korytarz walutowy zostanie ustalony w ramach ERM II, im bowiem węższe pasmo wahań, tym większe niebezpieczeństwo ataków spekulacyjnych, a zatem wyższe koszty lub niemożność obrony kursu walutowego[23].

2.3. Rezerwy walutowe

Rezerwy walutowe stanowią z reguły najważniejszą pozycję w aktywach bilansu banku centralnego[24]. Z kolei w bilansie płatniczym pełnią funkcję tzw. pozycji finansującej.

---

[21] Obliczenia własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

[22] Warto dodać, iż największe zmiany kursu nominalnego koszyka walut (55% euro i 45% USD) z dnia na dzień miały miejsce 11 lipca 2001 r. i wynosiły 5,3% deprecjacji. Źródło: Obliczenia własne dla średniomiesięcznego kursu euro/zł podawanego przez NBP oraz nominalnego, dziennego kursu USD/zł i euro/zł od kwietnia 2000 do lutego 2004 r.

[23] Zgodnie z rezolucją Rady Europejskiej z 16 czerwca 1997 r. w sprawie utworzenia europejskiego mechanizmu kursowego, decyzja dotycząca ustalenia poziomu kursu centralnego oraz pasma wahań (możliwe jest ustalenie węższego pasma wahań niż +/–15%) jest podejmowana na podstawie wspólnego porozumienia między przedstawicielami rządów krajów członkowskich strefy euro, Europejskim Bankiem Centralnym oraz przedstawicielami rządów i gubernatorami banków centralnych krajów UE, które uczestniczą (obecnie tylko Danii) lub będą uczestniczyć w ERM II. Źródło: *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, red. J. Borowski, NBP, Warszawa 2004, s. 15.

[24] Na koniec grudnia 2003 r. stan oficjalnych aktywów rezerwowych wynosił około 127 mld zł (tj. 34 mld USD). Źródło: Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl.

Zasadniczym motywem utrzymywania rezerw walutowych przez władzę pieniężną jest dążenie do zachowania płynności dewizowej kraju. Innymi słowy, aktywa zagraniczne gromadzone w bankach centralnych i możliwość ich użycia poprzez interwencję na rynku walutowym zabezpieczają (w pewnym stopniu) gospodarkę narodową przed niepowodzeniem ekonomicznym[25]. W określeniu poziomu rezerw walutowych, który może być uznany za satysfakcjonujący, pomocne stają się zestawienia wielkości gospodarczych związanych z gospodarką dewizową kraju. Najczęściej wykorzystywanym wskaźnikiem statystycznym jest relacja poziomu rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu[26]. Wskaźnik ten jest bowiem uznawany przez agencje ratingowe za podstawę do oceny wiarygodności krajów w zakresie regulowania zobowiązań zagranicznych. Powszechnie uznaje się, że wartość rezerw, odpowiadająca 12-miesięcznemu importowi, stanowi całkowicie bezpieczny poziom dla obsługi zobowiązań zagranicznych kraju[27].

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu rezerw walutowych daje także bankowi centralnemu możliwość dostarczania dodatkowej podaży walut, na które zgłasza zapotrzebowanie rynek dewizowy. Dlatego też kwestią zasadniczą jest to, jaki reżim kursowy obowiązuje w danym kraju. System kursu płynnego nie wymaga od banku centralnego utrzymywania znacznych rezerw walutowych, tzn. poziomu powszechnie uznanego za bezpieczny. Nawet bowiem w systemie kursu płynnego kierowanego[28] władza pieniężna nie jest zmuszona do interwencji na rynku dewizowym poprzez sprzedaż aktywów zagranicznych. Wynika to z tego, że efekt wzrostu popytu na dewizy w kraju jest tłumiony na skutek deprecjacji waluty krajowej[29]. Całkowicie inna sytuacja występuje w systemie

[25] P.R. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 34.

[26] Do innych wskaźników można zaliczyć m.in. relację deficytu obrotów bieżących do rezerw walutowych oraz relację krótkoterminowego zadłużenia walutowego krajowych podmiotów gospodarczych do rezerw walutowych. Por. H. Żywiecka, *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Warszawa 2002, s. 47.

[27] Agencje ratingowe wykorzystują ten wskaźnik do oceny wiarygodności krajów o rynkach „wschodzących", tzw. *emerging markets*. Kraje, które zgromadziły rezerwy odpowiadające równowartości: 12-miesięcznego importu, uzyskują ocenę wiarygodności na poziomie A, 6-miesięcznego importu – BBB, 3-miesięcznego importu – BB, poniżej 3-miesięcznego – B. Por. H. Żywiecka, op.cit.

[28] Autorzy opracowania wyodrębniają trzy rodzaje reżimów kursowych: twarde odmiany kursu stałego, takie jak izba walutowa i unia monetarna, miękkie odmiany kursu stałego oraz kursy płynne, takie jak kurs płynny kierowany i kurs całkowicie płynny. Por. O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, op.cit., s. 13.

[29] Autorzy niniejszego opracowania podkreślają, iż silna deprecjacja waluty krajowej może mieć w krótkim okresie negatywne konsekwencje dla sektora realnego gospodarki

kursu stałego. Ustalając kurs walutowy w stosunku do waluty odniesienia, bank centralny nie tylko ogranicza skuteczność oddziaływań instrumentów polityki pieniężnej na produkcję, ale także wymagany jest znacznie wyższy poziom rezerw walutowych, potrzebnych do obrony kursu stałego. Przy dużej mobilności kapitału w gospodarce światowej możliwe są częste krótkookresowe fluktuacje rachunku finansowego bilansu płatniczego. Aby przeciwdziałać ewentualnej deprecjacji waluty krajowej na skutek odpływu kapitału zagranicznego, bank centralny w systemie kursu stałego zmuszony jest do sprzedaży aktywów rezerwowych na rynku walutowym. Efektem takiej interwencji jest ograniczenie krajowej podaży pieniądza, wzrost stopy procentowej i zatrzymanie presji na spadek wartości własnej waluty. Wyjaśnia to, dlaczego stały reżim kursowy wymaga utrzymywania wysokiego poziomu rezerw walutowych. Przy braku tych rezerw lub ich niewielkim poziomie władza monetarna nie posiada wystarczających instrumentów do obrony kursu waluty krajowej w przypadku ucieczki kapitałowej. Efektem tego może być wybuch kryzysu walutowego.

Powstaje pytanie, czy wartość obecnych rezerw walutowych NBP można uznać za bezpieczną z punktu widzenia płynności dewizowej naszego kraju. W tym miejscu należy przypomnieć, że w kwietniu 2000 r. NBP upłynnił kurs złotego. Tym samym przyjęcie płynnego kursu walutowego oznaczało zmniejszenie roli rezerw walutowych, jako czynnika zabezpieczającego płynność dewizową Polski. Należy także zaznaczyć, że poziom omawianych rezerw wyniósł na koniec 2003 r. 34 mld dol. i stanowił pokrycie 7,5-miesięcznego importu[30]. W warunkach kursu płynnego taka wielkość rezerw walutowych uważana jest za dosyć bezpieczną w kontekście obsługi transakcji międzynarodowych.

Sytuacja ulegnie jednak zmianie po wejściu Polski do wspomnianego już Europejskiego Mechanizmu Kursowego ERM II, który zmieni system kursowy z płynnego na miękką odmianę kursu stałego – pasmo wahań. Wynika z tego, że rezerwy walutowe będą znowu stanowić ważny czynnik, chroniący gospodarkę przed utratą zaufania do złotego lub atakiem spekulacyjnym.

Wobec powyższego uzasadnione wydaje się utrzymanie obecnego poziomu rezerw walutowych, który co prawda nie będzie całkowicie chronił przed wybuchem kryzysu walutowego (przykład Wielkiej Brytanii), jednak może pozwolić na bezkryzysowe funkcjonowanie gospodarki, poprzedzające wejście Polski do strefy euro.

---

obsługującego zadłużenie zagraniczne i być wystarczającym powodem dla władz monetarnych do interwencji dewizowej, bez oczekiwania na efekty dostosowawcze tej deprecjacji, prowadzące do uzyskania równowagi w bilansie płatniczym. W takiej sytuacji niski poziom rezerw walutowych banku centralnego obniża w pewnym stopniu skuteczność interwencji. Z drugiej jednak strony jednorazowe użycie tych rezerw na rynku dewizowym może przynieść władzom monetarnym zamierzony skutek.

[30] Na podstawie danych z NBP, www.nbp.pl.

Zakończenie

Omówione uwarunkowania kryzysu walutowego, takie jak: jakość systemu bankowego, reżim kursowy oraz poziom rezerw walutowych, mogą być istotne dla analizy, oceniającej prawdopodobieństwo ewentualnego wybuchu takiego kryzysu w gospodarce polskiej, tym bardziej że stanowiły one zasadnicze, pośrednie przyczyny zaburzeń na światowych rynkach walutowych w ostatnich latach. Charakterystyka tych uwarunkowań prowadzi autorów niniejszego opracowania do ich oceny z punktu widzenia ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce (por. tab.). Należy jednak podkreślić, iż ocena ta jest oparta na subiektywnych odczuciach autorów, chociaż wynikających z obserwacji mechanizmów kryzysów walutowych na świecie, jak też z zaprezentowanej wyżej analizy zjawisk jakościowych i ilościowych w Polsce.

Ocena wybranych uwarunkowań dla powstania kryzysu walutowego w gospodarce polskiej

Wybrane uwarunkowania kryzysu walutowego	Czynnik kryzysoobronny	Czynnik kryzysogenny
Instytucje nadzoru i bezpieczeństwa	+ +	
Reżim kursowy – kierowany kurs płynny (od 12.04.2000) – ewentualne przystąpienie do ERM II*	+ +	 –
Rezerwy walutowe** – kierowany kurs płynny (od 12.04.2000) – ewentualne przystąpienie do ERM II	 + + +	

Oznaczenia: „+ +" czynnik jednoznacznie kryzysoobronny; „+" czynnik częściowo kryzysoobronny; „– –" czynnik jednoznacznie kryzysogenny; „–" czynnik częściowo kryzysogenny.

* Ocena dokonana przy założeniu pasma wahań kursu walutowego w ERM II +/– 15%;

** Ocena dokonana przy założeniu obecnego poziomu rezerw walutowych.

Z tabeli wynika, że przedstawione w opracowaniu uwarunkowania dla powstania kryzysu walutowego w gospodarce polskiej są raczej czynnikami kryzysoobronnymi (chroniącymi gospodarkę przed kryzysem walutowym) niż czynnikami kryzysogennymi. Stwierdzono bowiem, że INiB na bieżąco nadzorują prywatny sektor bankowy, a czynnikiem wzmacniającym ten nadzór jest przeważający udział inwestorów zagranicznych w strukturze własnościowej banków komercyjnych, co praktycznie całkowicie ogranicza udział państwa w alokacji zasobów przez system bankowy. Istniejący w Polsce, od kwietnia 2000 r., reżim kursowy także należy zaliczyć do czynnika kryzysoobronnego. Wynika to chociażby z faktu, iż ataki spekulacyjne dokonywane były w większości na waluty krajów, które przyjęły sztywne kursy walutowe. Również wartość rezerw walu-

towych NBP można uznać za czynnik wyraźnie kryzysoobronny, szczególnie w warunkach płynnego kursu walutowego, kiedy władza pieniężna nie jest zmuszona do interwencji na rynku dewizowym. Obecny poziom rezerw dewizowych (stanowiący pokrycie ponad siedmiomiesięcznej wartości importu) powinien być poziomem wystarczającym, aby chronić gospodarkę przed ewentualnym atakiem spekulacyjnym, nawet po przyjęciu przez Polskę reżimu kursowego, opartego na paśmie wahań w ramach ERM II. Dlatego też w tabeli wskazano, iż jedynym czynnikiem o charakterze kryzysogennym jest reżim kursowy, związany z ewentualnym przystąpieniem Polski do ERM II.

Bibliografia

Literatura

Iwanicz-Drozdowska M., *Adekwatność kapitałowa banków wobec standardów Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego*, „Bank i Kredyt" 2000, nr 1.

Kowalski T., *Azjatycki kryzys finansowy – próba interpretacji*, „Nasz Rynek Kapitałowy", marzec 1999.

Krugman P.R., Obstfeld M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

Krześniak M., *Finansowanie nieruchomości. Nadzór bankowy chce ograniczeń. Czy będzie trudniej o kredyt hipoteczny?*, „Gazeta Prawna" 2004, nr 60 (1169).

Lipiński S., *Poprawianie funduszy*, „Gazeta Bankowa" z 10.12.2002.

Małecki W., *Ryzyko kryzysu walutowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa" 2000, nr 4.

Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Sławiński A., *Kryzysy walutowe a kierunki reformy międzynarodowego systemu finansowego*, „Bank i Kredyt", lipiec – sierpień 2000.

Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt", wrzesień 2003.

Zapadka P., *Podmioty nadzorujące polski rynek finansowy – analiza podstawowych regulacji*, „Bank i Kredyt", kwiecień 2003.

Żywiecka H., *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, Warszawa 2002.

Inne źródła

Narodowy Bank Polski. Informator, NBP, Warszawa 2003.

Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro, red. J. Borowski, NBP, Warszawa 2004.

Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń-wrzesień 2003 r. Synteza, NBP, Warszawa, grudzień 2003.
Ustawa o Narodowym Banku Polskim z dnia 29 sierpnia 1997 r., DzU nr 140, poz. 938.
Ustawa – Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., DzU nr 140, poz. 939.

CHOSEN CONDITIONS OF CURRENCY CRISIS – IMPLICATIONS FOR POLISH ECONOMY

Summary

Currency crises in the last years have led to discussion about the mechanism of their creation. The direct reason of currency crisis is that residents or/and non-residents are disposing of domestic currency which results in depreciation of exchange rate. However, it doesn't explain the reasons why investors resign from domestic currency.

In this work there are characterized chosen conditions of currency crisis. We also have shown its implications for Polish economy. The authors concentrated on three indirect factors, such as: quality of banking safety and supervision, exchange rate regime and currency reserves. These were the main sources of currency crisis in recent years. The basic aim of this dissertation was to answer whether the presented factors are leading to crisis or they are crisis-defensive factors. We have formulated the following conclusions:

- supervision institutions, current exchange rate regime and the level of currency reserves in directed liquid rate are the crisis defensive factors,
- the level of currency reserves after joining ERM II would be undoubtedly crisis-defensive factor,
- the currency regime after joining ERM II would be undoubtedly leading to crisis.